全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE GREAT INVESTORS
Lessons on Investing from Master Traders

〔英〕格伦·阿诺德 著
李丽 译

伟大的投资家

九位世界投资大师的成功之道

本杰明·格雷厄姆 沃伦·巴菲特 乔治·索罗斯 彼得·林奇

谁倡导要做企业分析师，不要做证券分析师？

谁劝诫不要在预测宏观经济形势和股市短期行情方面浪费时间？

谁建议要给自己设定清晰的能力圈，不购买不了解的企业的股票?

菲利普·费雪 查理·芒格 约翰·坦普尔顿 约翰·奈夫 安东尼·波顿



商务印书馆
The Commercial Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大的投资家

——九位世界投资大师的成功之道

〔英〕格伦·阿诺德 著
李丽 译



商务印书馆
The Commercial Press

2013年·北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE GREAT INVESTORS

Lessons on Investing from Master Traders

© Glen Arnold 2011

This translation of THE GREAT INVESTORS: LESSONS ON INVESTING FROM MASTER TRADERS, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

图书在版编目(CIP)数据

伟大的投资家:九位世界投资大师的成功之道 /(英) 阿诺德著;
李丽译. —北京:商务印书馆,2013
ISBN 978-7-100-09453-5

Ⅰ.①伟… Ⅱ.①阿…②李… Ⅲ.①投资—通俗读物
Ⅳ.①F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 217391 号

所有权利保留。
未经许可,不得以任何方式使用。

伟大的投资家
——九位世界投资大师的成功之道
〔英〕格伦·阿诺德 著
李丽 译

商 务 印 书 馆 出 版
(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)
商 务 印 书 馆 发 行
北京瑞古冠中印刷厂印刷
ISBN 978-7-100-09453-5

2013 年 4 月第 1 版 开本 787×1092 1/16
2013 年 4 月北京第 1 次印刷 印张 20¾
定价: 45.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

序言……1
为什么是这些人？……2
这些人有哪些共同点？……2
这本书适合我读吗？……4
必须按顺序阅读本书吗？……4
致谢……5
出版社声明……5

第一章　本杰明·格雷厄姆……7
早期经历……10
投资理论形成……14
投机……24
管理……26
成长股……28
格雷厄姆的三种投资方法……30
流动资产净值投资法……31
防御型投资……38

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进取型或进攻型投资 …… 40
卖出的时机 …… 44
使用格雷厄姆投资方法可能遇到的困难 …… 44
结论 …… 48
第二章 菲利普·费雪 …… 51
教育及其他经历 …… 54
费雪的投资哲学 …… 60
利用市场行为 …… 73
费雪不会做的事 …… 77
卖出股票 …… 79
费雪投资方法的困难和不足 …… 80
结论及建议 …… 81
第三章 沃伦·巴菲特与查理·芒格 …… 83
早期经历 …… 87
巴菲特的合伙企业 …… 91
伯克希尔哈撒韦公司 …… 96
持有非上市公司的股份 …… 103
查理·芒格 …… 109
经营哲学 …… 112
投资的标准 …… 113
理想的企业 …… 122
经理人的素质 …… 124
规避投资陷阱 …… 132
巴菲特和芒格论投资风险 …… 133
难点和不足 …… 135

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论…… 135
第四章 约翰·坦普尔顿…… 137
成长经历…… 141
1939 年的赚钱经历 …… 146
成立自己的公司…… 148
坦普尔顿成长基金…… 149
试水日本股市…… 150
做少数人…… 153
投资韩国…… 156
投资中国…… 158
基金会…… 158
退休后干什么？…… 160
坦普尔顿投资方法的主要内容…… 160
寻找廉价股票…… 161
投资多元化…… 171
了解社会、经济、政治环境…… 172
信念和性格特点…… 174
积极的心态…… 176
难点和不足…… 178
坦普尔顿的精神财富…… 178
第五章 乔治·索罗斯…… 181
纳粹和落后的经济体制…… 185
伦敦…… 187
纽约…… 191
反射理论…… 198

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例分析…… 208
案例一:大企业集团繁荣的时代 …… 209
案例二:不动产投资信托公司 …… 212
案例三:20 世纪 80 年代的国际金融危机 …… 215
案例四:房地产市场泡沫和超级经济泡沫 …… 217
慈善活动…… 222
索罗斯投资方法的难点和不足…… 223
结论…… 225
第六章 彼得·林奇…… 227
早期经历…… 230
富达公司…… 232
股票类型…… 235
小规模快速成长股…… 237
给投资者的建议…… 244
卖出股票的方法…… 251
林奇投资方法的难点和不足…… 253
结论…… 254
第七章 约翰·奈夫…… 257
抵制主流意见…… 260
温莎基金公司…… 261
好的投资者的性格特点…… 262
奈夫所分析的主要指标…… 264
寻找高质量低市盈率股票的方法…… 270
投资的禁忌…… 272
卖出股票的时机…… 276

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奈夫投资方法的难点…… 278
结论…… 279
第八章 安东尼·波顿…… 281
一位英国投资者的成长…… 284
波顿所分析的主要指标…… 288
分析企业…… 288
管理者的品格和能力…… 289
财务分析…… 294
评估方法…… 296
投资标准…… 298
图表分析和技术分析…… 301
管理投资组合…… 302
卖出股票的时机…… 304
性格特点…… 305
投资者的禁忌…… 309
波顿投资方法的难点和不足…… 312
应掌握的要点…… 312
重操投资旧业…… 313

参考文献…… 315
译后记…… 322

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言

我注意到有些人特别善于赚钱，有些人尽管还没有找到好的赚钱方法，却热衷于研究伟大的投资家所用的分析方法，希望学到跑赢大市的投资方法。正因为此，我才开始关注沃伦·巴菲特、本杰明·格雷厄姆、约翰·坦普尔顿、乔治·索罗斯等九位大师级人物的投资方法，希望能够解答以下问题：伟大的投资家是靠什么成功的？他们赚钱用了什么策略？"普通"投资者能否真正学会他们的投资方法？

我不仅要研究这些伟大的投资家的辉煌业绩，还要研究他们使用的投资分析方法，研究他们控制情绪并进行理性投资的个性因素，研究这些伟大的投资家怎样从成败两个方面总结出自己的赚钱方法。

我发现大量的资料从不同角度介绍了最成功的投资家的投资理念和方法，然而要想全部了解这些资料不仅耗时太多，而且对专业知识的要求也太高。这些投资理念和方法不够系统化，只是散见于各种文献和讲话中，市面上还没有一本书简明扼要地介绍这方面的内容，因此我认为有必要通过一本书来系统地介绍这些亿万富豪取得成功的主要理念和方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么是这些人?

从表面上看,在众多的投资者中挑选出屈指可数的几位伟大的投资家的难度很大,但当以一定的业绩标准进行筛选时却发现,其实称得上“伟大”的只是很少一部分人。第一,这些人都有长期的成功投资记录,而且他们成功靠的是深厚的功力而不是运气。第二,从他们的投资理念和投资方法能够看出他们对市场机制和其他投资者的行为都有独到的见解。第三,他们对企业和股票长期收益的形成机制都有深刻的理解。第四,他们的投资哲学有相当的普遍意义,能够深化我们对投资基本内涵的理解。简而言之,他们都是全球公认的投资高手,没有人会反对把他们列进大师级人物。仅就我所了解的范围,其他投资者还不能同时满足以上四个标准。所以本书选择的这些人物都是最好的投资者。

这些人有哪些共同点?

尽管每一位伟大的投资家都使用了与众不同的投资方法,但他们的投资方法实际上有很多共性,甚至有些投资理念惊人地相似,例如:

- 做企业分析师,不要做证券分析师。股票投资不应被看作是碰运气而应被看作是投资者对企业的权利诉求,因此投资者关注的重点不应是股价的变动而应该是企业。
- 做足功课。投资者不仅要认真下功夫分析特定的企业,还要具备宽广的政治、经济、社会视野。
- 克制情感。当市场上出现大喜或大悲情绪时,投资者要镇定自若,要能长时间保持耐心,行动要果断正确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 保持方法的前后一致性。尽管每一位伟大的投资家都使用与众不同的投资方法，但他们的方法在几十年里保持一致，即使业绩不好也仍然对自己的方法很有信心。
- 坚持简约的原则。投资决策的一个重要特点是要简约不要繁复，既要看到树木也要看到森林。例如，这几位投资家都没有使用系统风险分析方法和资产定价模型。真正的投资价值应该是显而易见的，即使不用复杂的分析方法也能获得足够的安全边际。16 岁以前所学的数学知识就能够满足投资所需。
- 不断总结经验教训。这些投资者即使年届八旬仍然每天都在学习新东西，不断总结经验教训。他们的教训主要有：(1)错过时机(例如巴菲特经常公开检讨自己错过了好的投资机会，尽管他后来又抓住了很多好机会!)；(2)判断失误(买到的股票比预想的差很多)；(3)别人犯的错误。别人犯的错误应该作为你的警示，生活不会给你太多犯错误的机会。很多投资家都有勤于阅读和学习的习惯(阅读传记、科学知识，了解股市历史，看报纸和企业报告)，一刻不停地拓展自己的思维。
- 自力更生。他们不受大众意见影响，凭借多年的工作经验和知识，用自己的标准独立做出判断。
- 承担合理的风险。他们不是用赌博的心态去投资，而是对主要风险进行理性和细致的分析，在胜算很大时才会行动。投资必然伴随着各种错误和意外，即使伟大的投资家的失误率也会超过 40%，因此他们总是认真地实施投资多元化，不会因为某一次意外事件而一蹶不振。

以上共同点是我现在所能想到的，看过本书后你可能会发现更多共同点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这本书适合我读吗?

大多数读者或多或少都会了解一些投资的基本概念和术语,但本书并不需要读者掌握多少投资概念和术语,因为即使不熟悉投资的人也能看得懂。当然,对投资一无所知的人可能还是有必要找一本投资入门书看看,以便熟悉基本的术语。拙著《金融时报投资指南》(*The Financial Times Guide to Investing*)介绍了一些投资术语,读者可以参阅。

购买本书的很多人是专业投资者和基金经理,事实上他们是本书的主要读者群。难道连这些人都不了解本书所介绍的内容吗?他们并不了解,因为95%的专业投资者和基金经理对投资理论的理解都很肤浅。他们在大学里用数理方法分析金融学,使用的投资教材也都以数学为基础,他们通常工作一段时间后才会发现大学课程的局限性,然后才会寻找介绍投资方法的好书。事实上,本书各章节的内容正是我应施罗德资产管理公司(Schroders Asset Management)的要求所做的"投资哲学与股市失灵"系列讲座的内容。尽管前来听课的人都接受过正规的投资培训,也都曾系统学习过价值分析方法和股市的运行机制,但他们仍然认为有必要学习从实战经验中总结出来的投资哲学。

必须按顺序阅读本书吗?

读者不必按章节顺序阅读本书,本书各章节内容互相独立,可以选读任意章节。希望你们带着快乐阅读本书,就像我带着快乐写作本书一样。

格伦·阿诺德

2010年10月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

感谢我的私人助理苏珊·亨顿(Susan Henton)和丽贝卡·德夫林(Rebecca Devlin)为本书所做的大量工作。

感谢 FT Prentice Hall 的高级编辑克里斯托弗·卡德默(Christopher Cudmore)对本书的大力支持以及对本书内容的建议，感谢 FT Prentice Hall 为本书的出版做出各种贡献的人。

出版社声明

感谢下列单位授权本书使用部分文献。

我们无法找到部分版权内容的版权所有人，如有知情者提供相关信息我们不胜感谢。本书已尽最大努力提供版权人信息，但可能仍有疏漏之处，敬请见谅。如有必要，我们愿意在后续的出版物中增加有关版权人信息的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 一 章

本杰明·格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)被众人誉为20世纪最杰出的投资家、现代投资理论之父。本杰明·格雷厄姆后来成为很多著名投资家的导师，其中包括在格雷厄姆手下工作两年的巴菲特。巴菲特19岁的时候通过《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*)一书了解了格雷厄姆的思想，他称赞这本书是“有史以来最好的一本关于投资的书”。巴菲特主动提出零报酬为格雷厄姆工作。尽管巴菲特的要求已经很低，但格雷厄姆还是多次回绝了他。后来巴菲特拿这事开玩笑说，格雷厄姆认为他不值这个价，“他对价值这种事总是很认真”。由于格雷厄姆过于在意数据和分析，他本人并没有积累多少财富(区区数百万美元而已)，但他的思想却让很多人成为亿万富翁。

格雷厄姆是价值投资学派的领军人物。他采用的方法远比今天某些炒股者所谓的“价值分析”方法复杂得多。他在判断股票价值时会分析多种因素，并不是股价达到某个标准(例如低市盈率[①])就买进。格雷厄姆重视了

① 市盈率(Price—earnings ratios，或缩写为PER，也称价格收益比)是指公司股票现价和最近(或可预期的)每股收益的比值，例如，市盈率=某股票市场现价/该股票上一年度每股收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解所投资企业的业务特点，重视把握市场的心态，他还用强大的分析工具来克制个人情感对投资决策的影响。如果你能深刻领会以上三种方法，那么你距离成为格雷厄姆学派一员并成为投资界的幸运儿就不远了。

我们可以从格雷厄姆那里学到很多有用的理念：

- 要知道股票投资者和股票投机者的区别；
- 进行股票价值分析时要会确定哪些才是关键指标；
- 独立思考，利用市场行情中的非理性获取利益，不要成为这种非理性的牺牲品；
- 投资的安全边际——不仅要选价格已经很低的股票，还要选价格已经非常非常低的股票。

早期经历

本杰明·格雷厄姆1894年生于英国伦敦，原名本杰明·格罗斯鲍姆(Benjamin Grossbaum)，1岁时随全家移居美国。父亲从事瓷器生意，家境殷实。1903年父亲去世后家道中落，母亲为了养家糊口把住处改成家庭旅店，为了多赚一点钱在股市中进行投机。一开始小赚了几笔，但在1907年的股灾中赔得血本无归。投机和安全投资的理念迥异，投机所带来的沉痛教训对格雷厄姆后来的投资哲学影响深远。如果你从来没有认真思考过投资和投机的区别，那么了解一下格雷厄姆毕生的投资理念对你会有所帮助。

教育

格雷厄姆学习成绩优异，在参加学校各种活动的同时快速完成了小学和中学阶段的学习。他在哥伦比亚大学学习期间一直半工半读，但各科成绩优秀，还获得了全额奖学金。1914年，他只用了两年半就从大学毕业了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕业前夕他获得了在哥伦比亚大学英语、哲学、数学三个系任教的机会，可能是因为他母亲的经济状况也可能是其他原因，他放弃了任教的机会转而选择到华尔街工作。最初他在一家经纪机构做交易联系人，然后做职员，再后来做分析师，最后做到企业合伙人。

初创投资公司

1923 年他和以前的同学共同创建了格雷厄姆公司(Graham Corporation)，该公司经营了两年半，获得了很高的资本回报率。他从公司领取薪水，也获得一部分利润分成。不过，格雷厄姆觉得被合伙人利用了，他应该得到更多利润分成。他确信自己已经完全知道该怎样在华尔街赚钱，于是主动提出放弃公司薪酬，条件是以 20%～50% 的浮动比例享受公司的利润分成。

> 他主动提出放弃公司薪酬，条件是以 20%～50% 的浮动比例享受公司的利润分成

因为这个提议，大家解散了格雷厄姆公司，然后格雷厄姆和几位老朋友共同出资 40 万美元新组建了本杰明·格雷厄姆联合投资公司(Benjamin Graham Joint Account)。格雷厄姆按照以前提出的浮动比例利润分成方案从新公司获取报酬。到 1929 年年底，该公司资本已增长到 250 万美元，尽管格雷厄姆拒绝接受陌生人的投资，但公司投资者人数仍然在增加。

和纽曼合作

杰罗姆·纽曼(Jerome Newman)是和格雷厄姆共同创业的一位同学的弟弟，毕业于哥伦比亚大学法学院(Columbia Law School)。他于 1926 年加入格雷厄姆的公司，条件是在证明自己的价值以前不从公司领取任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报酬。格雷厄姆接受了这个条件，很显然他认为纽曼比巴菲特更有价值！纽曼很快脱颖而出，两人由此建立的合作关系一直持续到格雷厄姆退休。尽管这对搭档并不是好朋友——实际上，尽管格雷厄姆有数以百计的熟人，却没有好朋友——但工作起来非常默契。纽曼善于谈判，精通企业的具体工作，而格雷厄姆善于提出能够彻底改变投资方式的新理论和新战略。随着岁月变迁，本杰明·格雷厄姆联合投资公司逐渐被格雷厄姆—纽曼公司(Granham-Newman Corporation)、纽曼格雷厄姆公司(Newman & Graham)取代。新公司网罗了一批20世纪最好的投资分析师。

华尔街

格雷厄姆加入华尔街的时代正是大变革的时代。格雷厄姆在他的自传《华尔街院长回忆录》(*The Memoirs of the Dean of Wall Street*)一书中写道："在早期，华尔街的业务基本上是绅士之间的游戏，大家遵循一整套烦琐的规则。"[①]这些绅士们做的主要是打探内部消息，没有几个做财务分析。如果认为影响股价的主要因素是人的情感和各种"关系"，那么把时间用在分析枯燥的数据上就显得很徒劳。然而，进入20世纪20年代以后这种情况发生了变化，现代金融分析工具开始崭露头角。格雷厄姆是这个领域的开拓者之一，他将杰出的才干用于分析证券市场。

格雷厄姆的投资理念是寻找交易价格明显低于真实价值的股票。想做到这一点就要先学会分析公司的内在价值。他经过大量尝试后总结出一套能够用很稳健的投资方式确保获得良好收益的重要指标。掌握了价值分析方法，就可以购买价值被低估的股票，同时避开价值被高估的股票。那时候，各行各业都在蓬勃发展，由此产生了一个大牛市，这对格雷厄姆本人以

---

① Graham, B. (1996) *The Memories of the Dean of Wall Street*, p. 205.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及他的投资理念来说都是天赐良机。有一段时间里他的投资成效显著，生活水平也明显提高。

学术经历

从1927年起，格雷厄姆就开始酝酿出版自己的投资理论，书名叫作《有价证券分析》(*Security Analysis*)。后来这本由他和戴维·多德(David Dodd)合著的作品让全世界开始熟悉价值分析的概念，甚至熟知了"格雷厄姆—多德"学派。该书1934年出版后一直不停地加印。格雷厄姆为了检验理论的效果，出书前曾在哥伦比亚大学开设了一门课，结果这门课非常成功。此后40年，他在基金管理工作之余还在不同的学术机构担任教授并进行学术讲座。格雷厄姆本人非常博学，熟知多种学术领域，精通多种语言，也非常好学。在投资和学术研究之余，他挤出时间写了几部剧本，其中一部还被搬上舞台。他在美国政府的多个听证会中担任价值评估专家。他还会写诗歌，当然还不能不提他在1949年出版的《聪明的投资者》。这本书成为全球畅销书，即使今天仍然榜上有名。我向你推荐这本书。

早期的挫折

20世纪20年代末的时候，格雷厄姆属于偏重安全的投资者。尽管如此，他也难免有随波逐流的时候。他说："我自认为完全了解怎样通过股票和债券赚钱，至少该知道的都知道了；我自认为对华尔街了如指掌，只要努力，我的前景就会无比远大……我太幼稚了，没有意识到自己开始狂妄自大。"①

在1929—1932年的股市崩盘中，格雷厄姆的投资损失达到70%。这次经历改变了格雷厄姆对物质财富的态度，他决心不再在生活开支方面好

---

① Graham, B. (1996) *The Memories of the Dean of Wall Street*, p. 190.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高骛远。从此后他远离排场和奢华。格雷厄姆还认真反思了 1928—1929 年人们犯错的根本原因。他认为这是因为投资者把自己变成了投机者。实际上，这些人已经不再是投资者了，他们扭曲了投资的价值，背离了投资的基本原则。人们忘记了，如果以安全为第一原则，投资者在评估证券的时候就应该格外慎重。根据预期收益评估证券价值的方法可能非常非常不可靠，应该对实物资产给予足够多的重视。我们将在后面进一步讨论这方面的内容。

格雷厄姆决心不辜负那些继续委托他投资的客户。大萧条期间他放弃了薪酬，勤奋工作以挽回损失。1933 年格雷厄姆以 375,000 美元的客户资产为基础重整旗鼓。格雷厄姆—纽曼公司 1933 年的收益率达到 50%，此后直到格雷厄姆 1956 年退休的 20 年多里，公司的长期投资业绩是该公司历史上最好的业绩之一。1955 年格雷厄姆在回答美国参议院市场调查委员会的提问时指出，这期间客户投资的毛收益每年都达到 20%左右，扣除公司管理费后达到 17%。这样的业绩相当于市场平均业绩的两倍。

投资理论形成

长期以来，投资界的普遍观点认为投资者不能承担风险就只能接受低收益。格雷厄姆摒弃了这种观点，认为只要投资者充分了解投资的基本原则(投资不是投机)，懂得产业和企业分析(对企业运营真正感兴趣)，那么以较低的风险实现较高的收益是可能的。投资者还需要注意积累经验，因为做好投资的门槛是很高的，要做好从错误中学习的准备。投资者还要注意控制情绪。投资的核心是价值分析，投资者应避免被自己的情绪或股民的狂热行为所左右，在任何时候都不要忘乎所以，也不要垂头丧气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样成为聪明的投资者

经历了大萧条期间的惨重损失后，格雷厄姆摒弃了一切投机行为，主要依靠财务分析理论，结合使用“研究、思考、质疑”的分析方法。他强调通过全面、细致的分析寻找有能带来令人满意且拥有安全边际的收益的投资活动。任何不符合上述原则的操作都会被他视为投机行为并被他放弃。图1－1给出了格雷厄姆“投资活动”的主要特点。

需要注意的是，格雷厄姆强调投资活动，而不是个股。他的逻辑是，如果某只股票的安全边际足够大，即经过分析确定的价值和股票市价之间的差额足够大，那么这就是投资，如果股票价格过高，安全边际太小，就是投机。另外，如果股票作为某投资组合的一部分，就可以视为合理的投资，反之如果作为单独投资，就可能不够安全。在格雷厄姆眼里安全永远是第一位的。

关于什么是“令人满意的投资收益”格雷厄姆并没有给出确切的说明。他告诫我们，除非你了解某个证券就像了解自己的企业一样，否则不要期望获得超过正常水平的收益。他告诫投资者不要指望自己的业绩在短期内会超过市场普遍水平，因为他坚信，无论是金融市场还是别的市场都不存在简便易行的赚钱办法。有了前车之鉴，格雷厄姆告诫大家不要被盲目乐观和贪婪所蛊惑，要坚持合理的投资活动，不要投机于那些看起来有可能快速增值的股票。具有讽刺意味的是，格雷厄姆这种强调安全第一的悲观的投资理念所带来的业绩却跑赢了市场。坚持按照特定的规则进行合理投资，从来不指望获得过高投资收益的他，却获得了非同寻常的高收益。

具有讽刺意味的是，格雷厄姆这种强调安全第一的悲观的投资理念所带来的业绩却跑赢了市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

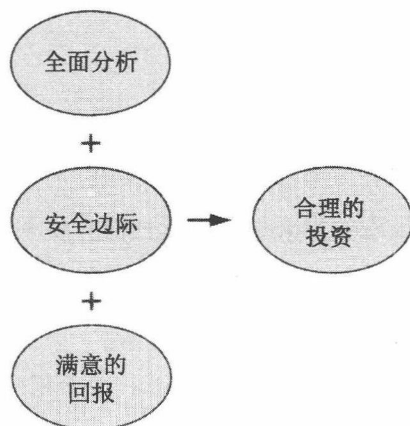


图 1－1 合理投资活动的条件

下面从全面分析、安全边际、内在价值、在市场波动的时候保持理性四个方面介绍格雷厄姆的投资理念，领会这些内容能让你成为一名价值投资者，而不是成为一名投机者。

全面分析

聪明的投资者应该学会分析企业。分析的起点是通过企业的财务报告了解企业的财务状况。理论上讲，预计企业未来收益就是先计算过去数据的平均值然后推广到未来，但实际上没有这么简单，要考虑的因素很多，如公司的财务状况、管理水平、经营战略、红利记录及分配情况、利率变化及前景预期。

看企业财务报告的时候要持有怀疑态度并留心账务说明，因为管理层（以及没有原则的会计）喜欢粉饰账务。格雷厄姆也不相信企业的预测。他认为，怎样分析企业过去的统计数据都不算难，但预测企业的未来就很难（特别是预测企业的利润增长），因为他对预测所用的任何公式都没有足够的信心。20 世纪 20 年代末他见证了很多漂亮的收益预测，但结果证明这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些预测根本不靠谱。尽管他承认投资者应该尽量预估企业的未来收益，但他本人主要把注意力放在业已发生的数据上，对那些预测出来的数字不怎么重视。

格雷厄姆提出了分析企业的两种基本方法，即定量分析法和定性分析法。定量分析法比较直观，采用统计数据，格雷厄姆把这些指标分成以下几类：

- 公司的市值（已发行股份×股票价格）；
- 过去的盈余及红利分配情况；
- 资产负债情况；
- 营运方面的统计指标，如存货周转效率。

进行这样的分析并不复杂，企业公开的资料通常就能提供上述信息，分析内容取决于投资需要。例如，购买 1,000 美元的债券和购买上百万股股票，分析的细致程度差别很大。

进行成功的分析的窍门是学会区分重要数据和无关数据。要培养从大量数据中抓住关键数据的能力。“关键”数据的标准因行业的不同而不同。例如，在分析经营环境稳定的零售企业的业绩时，过去五年的营业额和利润就可能对股票分析有重要意义，但分析一家石油勘探企业过去五年的数据就很难说，因为石油勘探企业的未来收益主要取决于世界石油价格和矿井勘探的成功率，这方面的未来数据和历史数据的差别可能很大。

定性分析方法的难度要大得多。尽管格雷厄姆认识到定性分析在价值分析中的重要作用，但他也清楚地知道定性分析很难做到准确，而且就像 1929 年的分析一样容易受到情感因素的影响。定性分析的数据可能不够明确，有些变量涉及企业的特点、管理层的能力、前景预测等内容。理解定性分析的内容并不难，难的是怎样观察、解释这些内容。企业报表中找不到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类信息，只能通过其他信息寻找，很多时候这类信息只不过是某个人的意见。格雷厄姆评价道："定性分析特别重要，同时也特别难以做好……多数人都能够很好地区分什么是好的企业什么是不好的企业，这种区分的主要依据可能是财务状况，可能是行业内某些特定情况，甚至可能是主观臆断和偏见。"①

你可能已经注意到找到一个好企业并不难，难的是怎样对企业成功的原因做出定性分析，更难的是怎样用这些定性分析结果预测企业未来的行为。过去的业绩可能不足以证明未来的业绩。格雷厄姆从那些被认为"不良行业"的"不良企业"中找到了很多超值股票。他还发现，由于投资者的追涨心理，一些绩优股的价格被炒到了荒唐的地步。投资者的普遍看法可能是非常严重的错误，无论某个企业还是某个产业，不正常的情况都不会长期持续下去，市场的自我纠错力量既能驱使很多业绩不佳的企业改善赢利，也能够使热门股票让人大跌眼镜。学术上把这种现象叫回归均等化。回归均等化不是指业绩不佳的股票能够取代业绩良好的股票，而是指不好的股票不会永远下跌，很有可能反弹，回归平均水平。同样，历史上增长的股票可能由于市场竞争、技术变化以及其他原因影响了增长速度。格雷厄姆用以下几个标准判断股票业绩是否会反弹：

格雷厄姆认为，企业定性分析中最重要的内容是分析企业的内在稳定性，这仍然来自他的安全投资理念。他认为不稳定的企业环境很难形成合理的安全边际。他以汽车生产企业斯图贝克(Studebaker) 和第一国民百货公司(First National Store)为例进行了比较说明。百货连锁行业的利润水平能够实现稳定、持续的增长但总水平不会太高；相反，汽车生产企业的利润较高但是波动幅度也大，体现出周期性的特点。格雷厄姆据此认为投资百货连锁业更为合理，因为内在稳定性能够确保企业未来几年的业绩发

---

① Graham, B. and Dodd. D. (1934) *Security Analysis*, McGraw-Hill pp. 34—35.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展，企业不会采取轻率的扩张政策。值得注意的是，有些行业内在的不稳定性非常大，按照安全投资的原则对这类产业做预测根本不可能。因此除非你特别了解这些行业，例如电脑、网站开发等，否则不可靠的因素太多了，连试都不要试。云计算能取代 PC 机市场吗？某个社交网站能成功吗？苹果电脑公司能够继续生产出一大批让竞争者无法模仿的产品吗？相反，软饮料、巧克力市场的变化可能不会很大，已经在行业内确立优势地位的企业不用很担心自身的地位。

要想了解对上市交易的股票进行全面分析的方法，格雷厄姆建议像买一个私有企业股份那样思考，像企业所有者一样评估企业价值。思考这样的问题：企业应该卖多少钱？如果想以 25 万美元买入某私人企业 10% 的股份，第一步是把 25 万美元乘以 10，算一算 250 万美元买这样的企业是否合理？购买一家私营企业的时候你会非常认真地考虑企业资产、融资渠道的优势、潜在收益。在股市上购买股票也该这么想。但遗憾的是，大多数投资者想的都是别的事，例如电信股会不会涨？GDP 统计数据表明未来六个月股票是涨还是跌？关注企业的基本问题能让你不会只关注股票的短期变化。尽管暂时性的事件基本不影响企业的根本价值但短期不利因素对股价有重要影响，炒股者喜欢借机打压股价，这情形就好像仅仅因为门前的马路挖了一个沟就抛售一家极具长期发展潜力、占据主要街区绝佳地段、管理卓越的零售企业的股票。市场能够最终消除各种负面新闻的影响并纠正股价的不合理下跌。

格雷厄姆认为，股市并不是一部能够进行精确计算的理性的机器，只会根据人类的思维活动决定价格，而人类的思维会扭曲事实，会由于认知、记忆、情感方面的问题而产生错误。他建议投资者亲自计算股票的价值，不要受股市影响，股市行情并不是各种证据的汇总，而是市场上数以万计的思想有瑕疵的投资者投票的结果（买进或卖出），即“股市是表决的机器而不是计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算价值的机器”[1]。你必须在合理分析的基础上确定自己的标准。要以批判的眼光分析企业信息，要了解企业，还要在大多数人认为你错的时候有足够的勇气坚持己见。巴菲特说，格雷厄姆的投资哲学与股市热点没有关系，“我认为只要别急功近利，他介绍的理性投资能让你变得很富有，而且从来不会让你变穷，这更重要”[2]。

尽管格雷厄姆主张独立思考，但当你的标准和市场不一样时你要特别注意，因为市场并不总是错的，实际上经常是对的。在进行独立思考、以批判眼光进行分析的时候一定要对市场的判断给予足够重视，当然也不必随大流。

安全边际

重视投资安全是沃伦·巴菲特从格雷厄姆那里学到的重要内容之一。安全边际是指股票价值要明显高于股票价格，因此即使有一天股票价格低于预期，投资者仍能获得满意的回报。安全边际是一个借用的概念，本来是指为保证桥梁、船舶在正常情况下甚至在可以想象的异常情况下的安全而预留的额外安全性。格雷厄姆告诫我们，不仅要购买价格低于价值的股票，更要买价格比价值低得多的股票。

股市历史上有过这样的先例。以 1972 年的美国牛市为例，当时格雷厄姆已经公开指出市场的安全边际不足。他的理由是，尽管股票的预期收益率高于政府债券，但由于股票已经明显溢价，二者的差距并没有给股票提供足够的安全边际，也就是不足以弥补行情下跌时投资收益率的波动。承担这样的风险并不会得到足够的回报。这段预言被 1973—1974 年的股市暴跌所应验。1972 年时的投资者和 1929 年时的投资者一样，都没有重视决

---

① 同前注，p. 452。

② Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysis, 6 December 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定股票价值的重要指标。区分股票有没有价值的临界点的价格并不能作为股票买入的价位，买入价位应该明显低于临界点。

投机者的特点是没有固定的标准，通常根据现价调整标准。因此如果市场一直处于上升状态，投机者就会认为现价是合理的。无论现价多高，不善于动脑的投机者总是用现价衡量股票价值。

一般来说，投机者都认为好运气在自己这边，他们能够“判断”行情，因此认为自己有足够的安全边际。这些看法没有任何现实的依据，因此也就缺乏安全边际。相反，好的投资者会在全面分析并认真解读各种真实统计资料的基础上做出选择，他们的安全边际是自己智力活动的成果。

我无法向你介绍确定某种股票是否有足够安全边际的公式或简单规则。你需要考虑通常情况下避免损失的各种方法。请记住，你不必关注所有股票。投资并不像棒球那样只有三次击球机会，投资会给你足够的时间，对于那些没有足够安全边际的球你大可不必理会。当你根据自己的判断确信市场给了你一次很好的击球机会时你再击球，并且只在最佳击球点击球。

内在价值

内在价值的概念在格雷厄姆的投资哲学中占有重要地位。他认为内在价值是个模糊概念，但尽管模糊，投资者仍然有必要分析内在价值。关于内在价值的定义他给出的最准确的描述是内在价值相当于一家私有企业对所有者的价值，即私有企业在正常市场上出售的价格，也就是由各种指标确定的价格，这些指标包括资产、收益、红利、确切的前景。

很难用某一种数值衡量内在价值。分析师做过这样的尝试。起初认为内在价值等于资产负债表的账面价值（根据公允价格调整后的资产价格）。这种方法存在一系列问题：企业的账面价值和企业收益、价值之间并没有系统性的关联。有些企业的账面资产为负值，但赢利能力很强，股价也很高；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而有些企业资产数量庞大，负债极少，但赢利能力很弱。

有一种方法得到了格雷厄姆的认同，就是用企业的赢利能力判断内在价值。当然，这个标准也很难做到准确。考察以往的赢利能力（平均利润率、增长或下滑的趋势）或许有些用处，但对这些趋势进行外推的时候要有足够的理由证明这些趋势能够影响未来。尽管做出结果有一定说服力的收益预测有一定困难，但还是有必要的。

企业有没有价值是能看出来的

格雷厄姆认为不必给内在价值确定一个具体数字，只需要知道企业的价值被低估还是明显高于市场价格就可以。格雷厄姆不太注意公开场合讲话的措辞，他说如果看到一个肥胖的人在街上走，不知道他的体重同样能知道他有多胖。企业有没有价值是能看出来的。

分析师应该给企业的内在价值确定一个区间。例如，1922 年格雷厄姆认为莱特航空公司（Wright Aeronautical）的内在价值为 20～40 美元。1933 年他在分析另一个风险较大的公司时给出的价值区间是 30～130 美元。和今天的股票经纪公司给出的具体指标相比，这样的区间显得太大了，但格雷厄姆的方法能够更加准确地反映投资活动的真实情况。无论是 1922 年还是今天，都很难准确确定某只股票的价格，因为股价取决于股票给持有者带来的未来收入，未来收入受多种因素影响，如新产品开发、竞争企业的行为等，而且这些因素本身的变数都非常大。这就是我们强调要坚持很大安全边际的原因，只有股价低于股票内在价值区间下限的时候才能买入。

市场波动

聪明的投资者应该利用市场波动，而不必太担心市场波动。让市场波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动成为你的朋友是沃伦·巴菲特从格雷厄姆那里学到的三条最重要经验之一(另两条是把股票看成企业的一部分和安全边际)。股市的大幅波动没有逻辑性可言,而且股市经常传递错误信息。投资者不必理会媒体上发布的各种预测信息,更不要按照他们说的去做。格雷厄姆根本不相信有预测股市的方法,他认为想靠预测市场赚钱的想法非常荒唐。预测的结果有时候是对的,但总的来说会让你蒙受损失。不要浪费时间看那些预言者对当前股市的看法或者对某一个股票未来数月趋势的预言。如果在电视或其他媒体上看到这类人,要知道他们其实对股市一无所知,他们这么做只不过是因为收了别人的钱。

那些公认的最成功的企业也是股票最容易波动的企业。例如,几十年来微软公司的股票收益都很好,但股价也一直大幅波动。这不等于说微软公司的未来没有确定性,只能说市场在某些时间点上高估了微软股票的价值。

你可以利用股价波动的好处,股价大跌是买入的好时机,股价大涨是卖出的好时机。股价既不适合买入也不适合卖出的时候,最好先不去关注市场行情,而要关注股票分红及公司的经营情况。格雷厄姆用一则寓言"市场先生"很好地表达了他对股市投机者是非成败、喜怒哀乐不屑一顾的态度:

> 假设你持有某个私有企业的一小部分股份,价值1,000美元。市场先生是公司的合伙人,也是一位热心人,他每天都来告诉你他认为你持有的股份值多少钱,还要提出按照当前价格收购你的股份或者向你转让股份。有时候他对股票价值的判断好像有点道理,似乎得到了企业发展以及你所观察到的信息的印证,有时候被兴奋或恐惧冲昏头脑的他对股票价格的判断在你看来根本就是有点傻。如果你是一位谨慎的投资者或者是一位理智的商界人士,你会根据市场先生的话确定这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分股份的价值吗？除非你的看法和他一样，或者想和他交易股份，你才会这么做。在他开出了几乎荒唐的高价时你可能会很高兴转让手里的股份，如果他出价很低，你也会很高兴地从他那里买入股份。但大部分时间里，明智的做法是根据公司运营和财务状况的全部报告自己判断你持有的股份的价值。[①]

投机

人们经常把有价证券划分为两个类型：投机性证券（例如金融衍生品）和投资性证券（例如债券）。人们还认为划分投资和投机的标准是长期持有（投资）还是短期换手（投机）。格雷厄姆反对这种粗浅的划分方法，他认为这两种看法都不正确。区分投机和投资的关键是人们买进证券时的心态。投机者主要关心通过市场波动获取利润，投资者关注企业的主营业务，评估企业股票的价值，在保证安全边际的条件下买入股票，不会为了获得超高报酬承担过多风险。

格雷厄姆的投资哲学完全来自智力活动，不是撞大运。他指责金融服务业的经纪人、评论员反复强调企业在股市波动中的短期前景，不去关注企业主营业务所反映的企业前景，这助长了投机行为。我认为这一切在今天并没发生多大变化。金融市场上的“专业人士”和信息闭塞的头脑发热的投资者一结合，就有可能对一些业绩前景稳定的绩优股进行过度炒作，从而把这些股票变成投机产品。历史上，微软、IBM、通用电气、英特尔公司的股票在不同时期都曾遇到过这类问题。

---

① Graham, B. (1973 and 2003－new material by Jason Zweig), New York: Harper Business, pp. 204—205.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明的投机者和不聪明的投机者

格雷厄姆后来修正了把投资简单地划分为投资和投机两种类型的做法，他承认任何投资活动都有一定的投机色彩，投资总会有一定的不确定性，因此就有可能犯错、遭受损失，但他认为即使是投机也应该是聪明的投机，投资者必须把投机活动限制在很小的范围内。他把不聪明的投机者概括为以下几个特点：

- 在缺乏必要的知识和技能的前提下做出买卖决定；
- 自身无力承担资金风险；
- 忽视定量分析；
- 寄希望于投机活动取得成功，不去认真评估自身是否具备必要的智力能力。

聪明的投机者注意通过计算各种可以量化的指标获取信息。借用分析师分析各种概率事件的方法可以提高投资活动成功的概率。如果成功的概率非常高，采取行动就可能做到聪明地投资。以聪明的投机活动为标准确定股票的价值区间，股票价格应该低于价值区间的下限，以便留有足够的安全边际。

投机可能很有意思，有时候也会赚到钱，但格雷厄姆对绝大多数投机者的洞察力几乎持否定的态度，他说："带有投机心理的人们是很无知的，他们对金融市场的了解只不过是一点皮毛，市场上的任何'事件'都有可能让他们不计代价地购买股票，他们会追捧那些带有'特许经营'、计算机、电子、科技等时髦概念的企业。"[①]

要用批判的眼光看自己是否具备进行聪明投机的能力。你对企业经营

---

① 同前注，pp. 436—437。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否真的感兴趣？你有足够的时间了解一家企业及其竞争对手的情况吗？股市陷入狂热、绝望或非理性的时候你能控制住自己的情绪吗？尽管实际上只是个不聪明的投机者，对所买卖的有价证券只了解皮毛，但人仍然很容易自以为是聪明的投机者。

即使最好的投资者（聪明的投机者）也难免失败。遇到意外情况时请记住即使你投资失败的比例达到了四成，你仍然属于第一流的阵营。投资出了问题不必过于自责。真正聪明的投机者能够把失败的比例控制在这类投资活动正常的出错范围内。只要真正进行了充分的分析并做了合理的决策，投资股票失败一次不等于自己就是不聪明的投机者。

管理

格雷厄姆非常重视企业股东和管理层的关系对股票的影响。股东应该“热衷于”关注管理层。如果管理层做得好，股东应该对管理层慷慨一些；如果管理层做得不够好，股东应该要求明确的、让人满意的解释。如果公司管理层表现不佳，股东应该支持调整或撤换管理层的决定。

> 股东应该“热衷于”关注管理层

总的来说，用格雷厄姆介绍的方法甄别当今股市虚假数字的难度更大一些，不良的管理者很有可能搞欺骗或者掩盖自己的无能，因此股东仍需要对管理层保持警惕。管理层的问题主要有三种：第一种情况是管理层不够诚实，这很难确定，如果你在计算股价的时候很难用量化指标扣减股票价值，那么唯一的办法就是放弃所有可疑的股票；第二种情况是管理层诚实但能力不够，股东要保护自己的利益，不能想当然地认为管理层可以胜任管理工作；第三种情况是管理层通常情况下是诚实、称职的，但他们也是普通人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候会受到利益冲突的影响。这种管理问题最为微妙复杂。企业管理层经常是很多重大决策的利益相关人,因此对他们的授权不要太彻底。要注意提防妨碍股东利益优先的下列行为:

- 管理层以防范竞争对手为由向股东隐瞒信息,这能让管理层在面对股东质疑的时候保持策略上的优势;
- 管理层通过企业扩张谋求薪酬提高或职务晋升;
- 管理层获得的期权或奖励与股东利益最大化的导向相悖;
- 为保护股东利益,企业有必要缩减规模或清算企业以变现资产,但管理层坚持企业继续经营;
- 管理层控制红利分配——见下一节;
- 私有企业所有者聘任员工的时候自然会选择他们信任的人,但这不等于所有者允许这些人自行决定自己的薪酬,也不会允许他们决定增减企业资本。

红利分配

让格雷厄姆倍感困惑的是一些管理者在没有充足理由的情况下为企业保留了不必要的未分配利润。只有在具备充分的投资理由的条件下,企业才有必要保留利润进行利润再投资。很多时候,企业用于未来投资的红利给股东带来的利益还不如直接以红利的形式分配给股东。这个问题非常复杂,没有简单的计算方法,因为每个企业的管理层都会做出最符合企业实际的决策。但作为股东,我们必须观察管理者的行为,斟酌他们的理由,还要永远记住我们选择的管理者应该清楚企业是股东的机构和财产。企业的高管应该虚心接受这样的事实:他们只不过是股东的雇员和董事会的受委托人,他们的法定职责就是完全代表企业所有者从事各种活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东

股东应该在企业管理活动中发出重要声音，但太多人做不到这样。“美国企业制度一个很糟糕的方面是股东就像最温顺驯服的动物。董事会告诉他们做什么就做什么，从来没有想过主张自己作为股东的权利和作为雇主的权利。结果造成控制美国很多甚至绝大多数企业的人不是持有多数股份的股东，而是一个叫作管理层的小群体。”[①]他们乐于见到公司业绩改善，见不到也无可奈何，这种驯服得像个动物的股东还有很多。

作为股东的格雷厄姆热衷于利用股东的身份让所有股东受益。20世纪20年代后期他第一次用股东的身份改变了公司的政策。格雷厄姆的基金持有北方管道公司(Nort Pipeline)的股份，这家公司的股票价格是65美元，每股支付了6美元的股息，但该公司每股的可分配利润有95美元，几乎全都可以在不影响公司经营的情况下分配给股东。这才是真正物超所值的股票。格雷厄姆明智地买进了公司的股份，然后赢得了多数股东的支持，最后成功迫使公司董事长及董事会不顾华尔街的反对做出了分红的决定。华尔街上持有股票的人都没有能力向企业施加这么大的影响。

成长股

格雷厄姆认为成长股就是(用每股收益衡量的)历史业绩良好而且可以预期未来业绩仍然很好的企业。有些企业历史上的赢利水平一般化(甚至没有利润)，投资者只不过期望未来的赢利更好而已，这种股票不能称为成长股，只能叫作潜力股。

---

① Graham, B. and Dodd, D. (1934), pp. 508—509.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有安全意识的投资者应该避开那些公认的成长股

格雷厄姆认为，尽管成长股也有风险但能够真正吸引投资者，因为公司成长能够带来获利的机会。不过，投资者的关注也能推高股价，甚至会远远超过公司的平均赢利水平，直至市场下挫的时候价格再次大跌。他举了IBM公司股票的例子。IBM公司曾经是股市的奇迹，给股东创造了巨额利润，但在20世纪60年代初价格跌了一半，60年代末又跌了一半。格雷厄姆还以德州仪器公司的股票为例子进行了说明。德州仪器的股票在6年时间里从每股5美元飙升至256美元，这期间没有支付过股息，每股收益从40美分增至3.91美元。值得注意的是，股票价格增长速度是利润增长速度的5倍，这正是热门股的特点。在随后的两年里，公司利润下降了50%，但股票价格暴跌了4/5，降到每股49美元。按照格雷厄姆的建议，有安全意识的投资者应该避开那些公认的成长股。尽管他也承认在合适的时机、合适的价格买入股票然后在合适的时机再卖出去，投机活动也能赚到钱，但他认为普通的投资者指望通过这种方式赚钱是异想天开。

为收益快速增长的股票确定一个合适的价格难度是相当大的，因此很难确定这种投资的可靠性。根据企业以往的增长趋势预测未来收益结果也充满了不确定性，但又找不到令人信服的理由去修正这种趋势。很多分析师想当然地把过去的趋势推广到未来，却忽视了未来竞争对企业增长势头的影响乃至制约。大多数成长股都是技术类的股票，其成长前景受到科学技术发展的影响，很难做到定量分析。

格雷厄姆认为，成长股投资还没有形成其保守预测（即不夸大地预测）未来收益的方法，对成长股的安全边际也难以做出理性的分析，因此成长股投资还没有发展到科学阶段。不过，判断某些冷门股票和超值股票的安全边际能否为投资者的失误和坏运气提供缓冲并不难。购买成长股的人通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有具体的心理价位，但以防范未来风险为目的购买股票的人会有明确的心理价位。如果股票本身缺乏足够的价值，股票未来的前景并不一定能带来什么。

格雷厄姆并不否认某些聪明的分析师能从较为悲观的行情里面找到有成长潜力的股票，但他认为这种能力很少见，他建议普通的投资者不要和这种天才型的投资者相比。投资者没必要去做聪明的分析师，而要做明智的分析师。明智的分析师不求对股市的未来和企业的管理者的素质有深入的洞察力，只要求做到有技能、有经验、审慎做事。

格雷厄姆的三种投资方法

格雷厄姆提出了流动资产净值投资法、防御型价值投资法、进取型价值投资法三种投资方法。如图 1－2 所示，每种方法都有特定的内容，最重要的内容是从经营企业的角度分析股票价值。

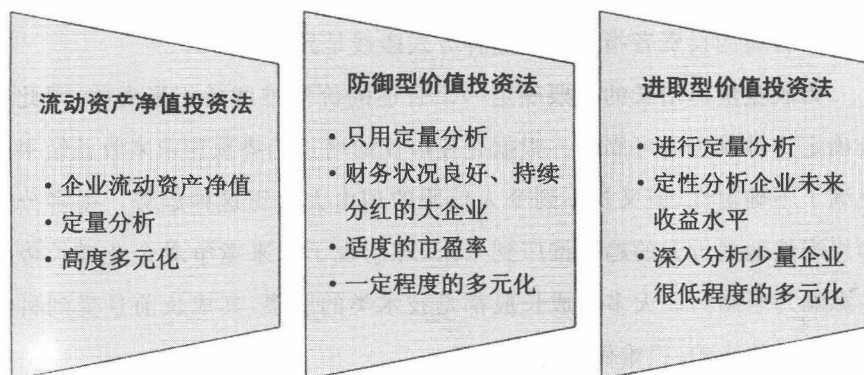


图 1－2 格雷厄姆的投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动资产净值投资法

流动资产净值投资法是格雷厄姆在20世纪30年代和40年代取得成功的基石。他在分析企业财务报表的过程中发现,如果用资产负债表上的流动资产来衡量,很多企业的股票价值被低估了。他开始寻找股票市值低于企业营运资金净值的股票,也就是流动资产扣除流动负债和长期负债后的数值。格雷厄姆开始留意是什么原因让这些企业的市值低于企业营运资金净值,但发现很难找到原因。在现实生活中,一些不利因素对企业财务状况的影响不足以导致企业股票价格低到如此程度,至少在这类企业中大多数都不是这种情况。

他不计算企业固定资产、无形资产、商誉的价值,只用流动资产扣除各种负债后的数值除以企业股份数,据此得到每股流动资产净值(NCAV)。如果每股流动资产净值高于股票价格,那么企业的股票就是被低估了,是非常理想的投资对象。分析并没有就此结束,分析完量化指标还要分析定性因素,然后投资者才能做出投资决策。如果股票价格低于每股流动资产净值,分析师还应该考察公司的利润是否稳定,企业现有战略的前景是否明朗,企业管理团队是否优秀,有关内容如图1-3所示。

为什么会出现超值的股票?果真能发现股票价格比企业清算价值还要低的股票吗?尽管看起来不合逻辑,但这种情况历史上和现在都有。格雷厄姆在《有价证券分析》一书中列举了很多这类股票。在20世纪30年代、40年代以及70年代,格雷厄姆很惊讶地发现这类股票很多,还发现一些发展良好的企业的长期资产,例如土地、建筑物、专利、品牌等的价值也都被忽略了。我和肖英(音,Ying Xiao)在《投资通讯》(*Journal of Investing*)2008年冬季刊发表的一篇论文指出,即使用这个方法分析1981—2005年英国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市也同样有效；而分析其他国家股市的结果也表明，即使现代股市中也不缺少这种超值股票。

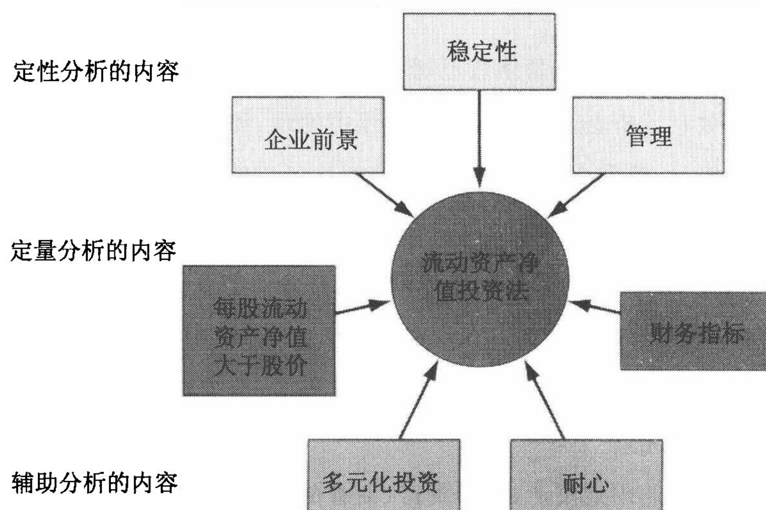


图 1－3　流动资产净值投资法

股票价格被严重低估的主要原因有三种：

1. 股市对某企业的赢利能力和生存前景产生严重误判；
2. 管理层做出了有损企业价值的错误决策，损害了公司资产价值；
3. 股东对企业管理的态度有误，没有督促管理层选择正确的经营路线。

很多投资者都没有养成根据企业资产负债表、损益表确定企业价值的习惯。他们抛售短期赢利能力偏低甚至不赢利企业的股票，导致这些股票的价格跌到企业实际价值以下，股票价格足以通过变现资产得到补偿。他们可能认为企业的净资产看不见、摸不到，因此净资产的价值和他们没关系。他们认为资产的实际价值不大，因为企业并没有进行清算的打算。他们还认为企业资产都被管理层的投资决策失误挥霍掉了。很多时候他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看法是对的，过去十多年里很多网络企业的确发生了这些情况。

股价为什么会涨?

从上面的分析中我们可以看出，用别人犯的错误给自己赚钱并买到超值的股票，这种情况是可能的，但你有什么理由相信买到的股票会涨呢?

股市一旦开始下跌，股票持有者就会担心市场持续跌下去，担心市场上很多企业回天乏术，资产缩水，进而倒闭，让股东血本无归。市场上的确出现过很多这类企业。格雷厄姆并不否认这些，但他认为总会有足够的企业在逃过一劫后股价会重新上涨，因此投资组合是必要的手段。他认为市场上的悲观情绪无视企业好坏，大家逃离股市的时候把脏水和孩子一起倒掉了。

> 他认为市场上的悲观情绪无视企业好坏

格雷厄姆 1932 年一针见血地质疑到："美国股市真会跌到有 1/3 的企业让股东血本无归吗? ……股市完全可能是错的，因为股市在对未来的重大判断方面一向都是错的。"①

他认为大多数企业都能从股市大跌中恢复元气，原因主要有以下几点：

- 产业能够自动扭转下降趋势。在一个过度竞争、供大于求、价格下跌的产业，总会有些企业倒闭，这些企业倒闭后生存下来的企业会获取更大的市场份额和更多的利润。
- 企业可以调整经营策略或者更换管理人员，使得企业能够选择更具赢利能力的经营路线。当企业经营业绩不佳，甚至威胁到管理层自

---

① Graham, B. (1932) "Is American Business Worth More Dead than Alive? Inflated Treasuries and Deflated Stocks: Are Corporations Milking Their Owners?" *Forbes*, 1 June.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身生存的时候，很多管理者会清醒过来，下决心改善管理。他们可能采用效率更高的生产方法，开发新产品，放弃不赢利的产品线。有时候股东需要给管理层施压，让他们以股东利益为中心改善经营战略。股东还可以撤换管理团队。

- 企业可以被出售或兼并。通过收购或兼并，企业的资产可以得到更好的利用，而收购溢价会给企业的股票价格带来令人满意的涨幅。
- 如果企业市值低于企业清算价值，那么管理者必须明确告诉股东企业是否经营下去。如果企业没必要继续经营下去，股东有权清算企业。如果企业的价值大于清算价值，那么这一切就该让市场知道。

资产价值

格雷厄姆分析企业资产净值时不会接受会计分录上的账面价值。他提醒分析师，在计算企业清算价值的时候，负债是真实的，但资产价值是有问题的。负债可以直接按照账面价值扣减，资产价值应该按照表 1－1 的内容调整。

表 1－1　资产价值调整方法

资产类型	清算价格占账面价格的百分比	
	正常的范围	平均比例
流动资产：		
现金资产（含可变现的有价证券）	100	100
应收账款（减坏账准备）	75～90	80
存货（按成本与市价孰低法核算）	50～75	$66\frac{2}{3}$
固定资产及其他（房地产、建筑物、机器、不可销售的投资品、无形资产）	1～50	15（约数）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务指标

分析财务报表是投资分析非常重要的内容。过去和现在的赢利水平、分红状况的指标令人满意固然重要，但这不一定能反映未来业绩。格雷厄姆认为，过去的趋势是事实，未来的趋势只是假设，但他也承认，过去的业绩可以作为分析未来业绩的依据。把 100 家过去十年里每股平均收益 10 美元的企业划分为一组，把同一时期每股平均收益 1 美元的 100 家企业划分为另一组，那么完全有理由相信未来十年第一组企业的赢利能力更好。未来的赢利能力并非完全取决于好运气和管理者的经营能力。决定企业过去业绩的因素可能仍然会影响企业未来的业绩，这些因素可能包括企业的资产数量、企业管理团队(或技术团队)的经验、企业与客户及供货商之间建立的信誉。

赢利能力的概念很重要但需要谨慎使用。赢利能力通常并不代表现在的赢利能力。格雷厄姆强调赢利能力的概念既包含过去某个时间段内(5～10 年)企业的实际赢利，也包含未来收益的预测，即未来一段时间内的“平均可预期利润”。这里分析历史业绩和未来业绩时均引入了某个时间段内平均数的概念，是因为类似商业周期这种某一年度发生的异常情况会影响到若干年度，导致企业赢利能力的指标失真。分析时应注意，计算不计算企业在其附属企业或控股企业中的权益，以及企业折旧政策和或有事项准备金政策的变动，都可能影响企业的潜在利润。分析师可以自行选择是简单地计算平均赢利能力，还是分析剔除干扰因素后的赢利能力。

在财务指标中，和企业财务状况有关的因素还有生产及成本统计、企业完成订单的能力、未完成的订单、资产结构、负债结构(各种债务的到期日、债务的类型等)等，速动资产(现金、应收账款等)快速流失是个危险的信号，如果企业没有及时制止速动资产流失要特别注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定性分析的内容

格雷厄姆强调，定量分析结果不能作为决策的全部依据，定量分析必须与对企业的定性分析结合使用。定性分析企业的特点能够在一定程度上了解当企业处于一个短暂的谷底时，其赢利能力能在多大程度上实现反弹。

定性分析主要分析以下内容：

- 企业在行业内的竞争力；
- 企业运营的特点；
- 管理层的特点；
- 企业的前景；
- 产业的前景；

尽管格雷厄姆认为进行上述定性分析很重要，但他并没有提供多少定性分析企业特点和前景的方法。有人甚至怀疑格雷厄姆本人是否真的看重定性分析。他不想脱离客观事实，因此在分析管理者素质的时候难免回到赢利水平这样的定量指标而不会使用定性分析。

定性分析非常重要，但在应用分析结果的时候要非常慎重

20 世纪 30 年代的股市带给他的创伤让他不愿相信判断，他宁愿以事实为依据。人的看法非常容易受到情感的左右，因此我们看到格雷厄姆的作品中有些内容自相矛盾。定性分析非常重要，但难以量化，因此只是主观意见而非“事实”。所以分析师除非有一定的定量分析为依据，否则不要太看重定性分析的结果。换句话说，投资者在评估企业的竞争优势、管理层素质等重要内容时不要完全相信自己的判断。

正如格雷厄姆所说，1928—1929 年间投资者相信自己能够准确预测到很多企业的光明前景，但随后就发现他们在自欺欺人。格雷厄姆的看法是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定性分析非常重要，但在应用分析结果的时候要非常慎重，必要时应辅以定量分析。

为防止在评估企业（或产业）的未来竞争力、企业的运营特点方面过度依赖定性分析，格雷厄姆建议我们关注有内在稳定性的企业，这类企业易于了解，不会迅速发生变化。企业的稳定性、可靠性可以通过以往的统计数据反映出来，但只有这些还不够，因为定性分析的结果可能彻底推翻这些结论，比如出现对管理层的不信任或者企业发生战略性错误。

投资多元化和耐心

流动资产净值法要求投资者对投资进行多元化，因为有些企业会倒闭，还有很多企业的业绩达不到预期。在 20 世纪 30 年代和 70 年代，建立一个包含 100 家以上企业的投资组合是有可能的，但今天你在任何大型股市上一次只能关注 5～20 个企业，因此广泛的多元化是做不到的。建议你把这个投资方法和其他投资方法结合起来使用，这样不仅实现了某一个投资战略下股票的多元化，还实现了投资战略的多元化。换句话说，不要把所有的资金都按照流动资产净值法的要求去投资。

投资者如果买了股票后股价没有很快上涨，不要失去耐心。市场可能需要几年时间才能认识到某个符合流动资产净值标准的股票的价值。最可悲的就是无缘无故地就把股票卖了，没有等到股价重新上涨。我们在 2008 年进行的研究表明，符合流动资产净值投资标准的股票要持有到第四五年时，业绩才开始明显超过大市。

因此，如果你遇到了这样的企业：

- 股票价格低于每股流动资产净值；
- 管理者诚实、称职，努力工作以防止财产流失；
- 过去有过较高的、稳定的赢利能力，这个趋势有可能持续下去，那你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不用精确计算就可以断定自己找到了价值被低估的超值股票。市场最终会认可这类股票的真实价值。你还可以享受很高程度的安全边际，因为这类股票产生重大损失的可能性很小。

防御型投资

格雷厄姆在流动资产净值投资法的基础上结合使用内在价值和安全边际两大基本原则，进一步提出了另外两种投资方法：防御型投资法（也称被动式投资法）和进取型投资法（也称进攻型投资法）。采用防御型投资法的投资者只能获得正常的或“满意的”投资回报率。他们在意的不是超高的投资回报率而是投资的安全性和省心。这种方法简单易行，不需要花多少时间，也不需要经常做决策。相反，采用进取型投资法的投资者如果能够做到聪明、敏锐、技巧娴熟，就可能获得超出正常水平的投资回报率。两类投资方法的主要区别是，进取型投资者智力活动的数量更多、质量更高，这种有针对性的投资活动可以降低投资风险，提高投资回报率。

防御型投资适合没有足够闲暇时间或没有能力照看投资组合的投资者。防御型投资以量化指标为依据，便利的互联网为投资者从股票交易所全部股票中选择符合标准的股票提供了可能。选择防御型投资股票的标准如图 1 - 4 所示。

- 每个企业都要足够大，业绩突出，是行业内的重要企业，小企业的业绩太容易波动。（格雷厄姆通常选择行业内最好的 1/3 企业。）
- 企业财务实力足够强。寻找那些流动资产价值达到流动负债二倍，长期负债小于流动资产净值的企业。
- 企业在过去 20 年里应该有连续支付红利的记录。
- 股票价格不能明显高于资产负债表上的净资产价值，格雷厄姆采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

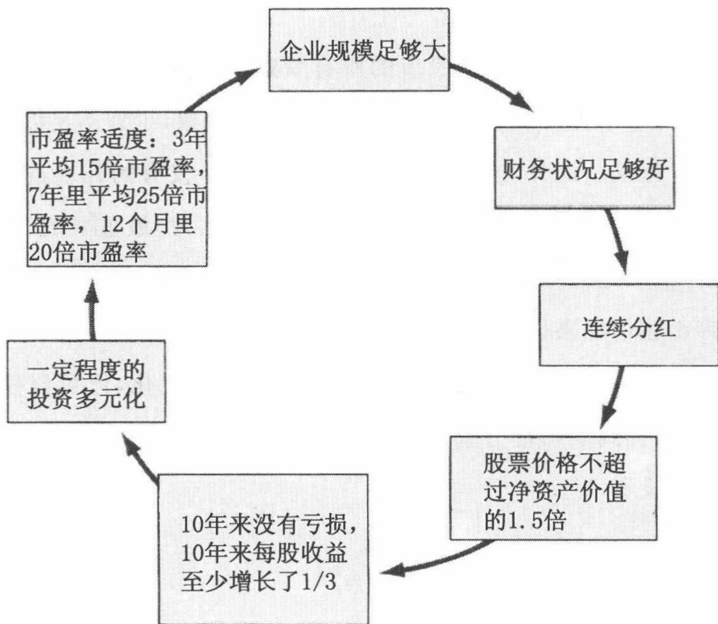


图 1－4　防御型投资分析的要素

最近年度财务报表值的 1.5 倍作为标准。

- 过去 10 年里企业每年都赢利，10 年来每股收益至少应该增长 1/3。
- 他认为投资组合应该多元化，但不必过于多元化，他推荐选择 10～30 个股票。
- 股票应有适度的市盈率。格雷厄姆常用 3 年平均 15 倍市盈率为参考，有时候用 7 年平均 25 倍市盈率或 1 年 20 倍市盈率作为标准。

上述标准非常苛刻，格雷厄姆意识到符合上述标准的企业太少了。他的用意是排除这些企业：(1)业绩不稳定的小企业；(2)财务状况不佳的企业；(3)赢利记录不可靠的企业；(4)没有长期的持续分红历史的企业。格雷厄姆发现这些标准几乎把所有成长股都过滤掉了，但他认为采用这些标准还是有道理的，因为成长股很有可能是高风险投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我此前说过，可以从股市的所有股票中筛选出一些适合防御型投资的股票，但学术界发现这么做只能选出极少数股票，少到不足以对公司业绩进行统计检验。此外，这些筛选标准太苛刻了。仅有的几篇进行防御型投资分析的论文也降低了筛选标准，只留下它们认为"最重要的"三四个标准，因此我们缺乏检验这种投资方法效率的证据。尽管缺乏证据支持，我们还是有理由相信如果你能找到符合上述标准的股票就意味着找到了超值的股票，会取得良好业绩。你可能做不到股票投资多元化，但可以换一种方式，如果你只找到了屈指可数的理想股票，可以只用全部投资的 1/3～1/2 进行防御型投资。

进取型或进攻型投资

格雷厄姆在讨论进取型投资的标准（如图 1－5 所示）时建议一开始采用和防御型投资相似的标准，然后再放松这些标准的边界，根据侧重点的不同进行选择。例如，假设某企业三年前没有赢利，但其他方面的分析都令人满意，那也可以考虑购买这只股票。他拿掉了大企业这个指标，因为他认为一组小企业同样能够提供足够的安全性。

开展进取型投资，不仅要有足够的判断力分析重要的统计数据，还要根据某个时间段内的平均赢利能力预测未来的赢利能力。分析未来的赢利能力要参考企业历史上的交易量、价格、营业利润率，然后根据一定假设预测赢利能力的发展前景。这些方法都会涉及很多定性分析，需要了解企业战略定位，判断管理者的素质和水平。典型的进取型投资比防御型投资需要付出更多的劳动和更多的思考。进取型投资对知识的要求更高，因此有必要把你的关注对象集中在你所了解或者感兴趣的企业或产业。这样才能形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

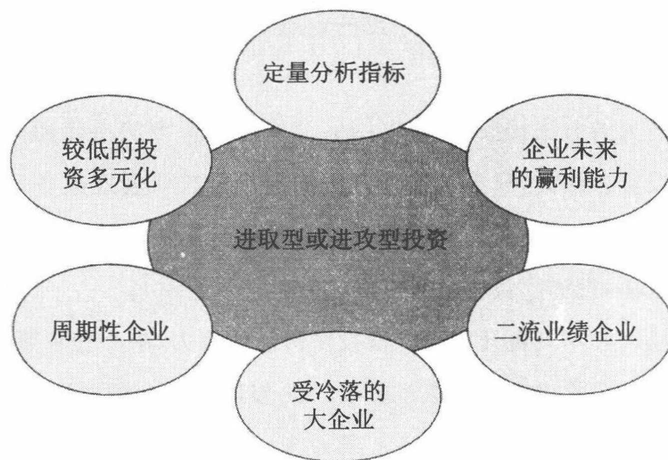


图 1－5 格雷厄姆的进取型投资

成一定的竞争优势，具备别人不具备的洞察力。

进取型投资需要大量的分析，这意味着较低程度的多元化才是合理的，也就是只去关注你最了解的少数几家企业的股票。最好关注你认为可能带来高赢利水平的股票，不要为了多元化而多元化，进而关注业绩平庸的股票。进取型投资者获取及运用专业知识换来的是比防御性投资者更高的平均投资收益。

格雷厄姆强调，进取型投资并没有让投资者远离投资的范畴而进入投机者的行列。进取型投资方法只会推荐购买那些用保守的标准衡量也不算价格高估同时符合客观、理性的检验标准的股票。

但是他也告诫过那些没有必要的技能或时间却想尝试进取型投资的人，如果只能比别人多付出一点点的努力、知识和才干，那就不要尝试这种方法。三心二意地开展进取型投资非但不能让你获得略高于市场平均水平的投资收益，反倒有可能让你的投资收益变差。人们通常会认为，既然每个人通过选择有代表性的多元化的投资组合就能实现市场平均收益，那么多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做一点点就应该很容易获得好一点的收益。股市老手会告诉你，很多这么做的聪明人最后都失败了。

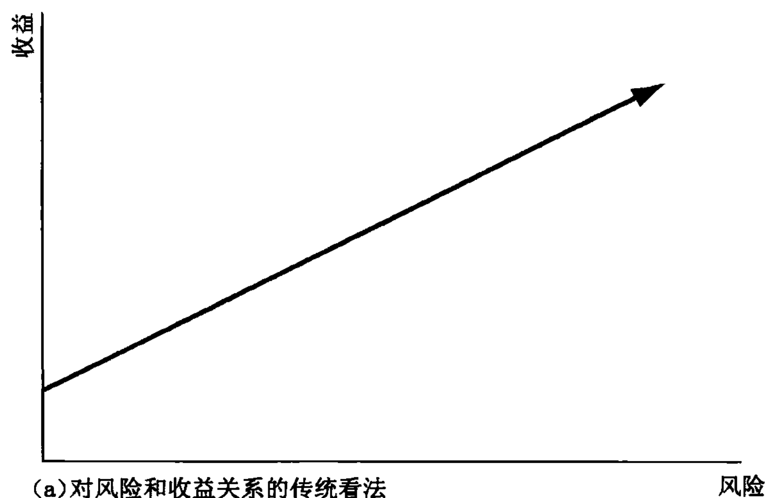
和很多人的看法相反，格雷厄姆的进取型投资方法所伴随的风险并不比防御型投资方法大，只不过这种方法的前提是投资者应具备定性分析的技能，并且能够进行必要的定量分析。在投资分析中付出得越多遭受损失的风险就越小，投资收益也就会更好(如图 1－6 所示)。

如果投资者不具备开展进取型投资所需的能力、决心和智慧，就不要仅仅为了获得更多收益尝试进取型投资。要想成为成功的进取型投资者，就要把投资活动看成一种需要进取心的业务，而不是一种爱好。股市上大多数投资者只能拿出一小部分时间和精力用来选择股票，既然这样，他们应该选择防御型投资法或流动资产净值投资法，并且接受和这些投资方法相匹配的投资收益率。轻率的投资决策带来的可能不是成就，而是失望。格雷厄姆自始至终都在告诫那些想做进取型投资者的人：作为进取型投资者要舍得时间和精力，否则就难以找到带有足够安全边际的合理的投资对象。

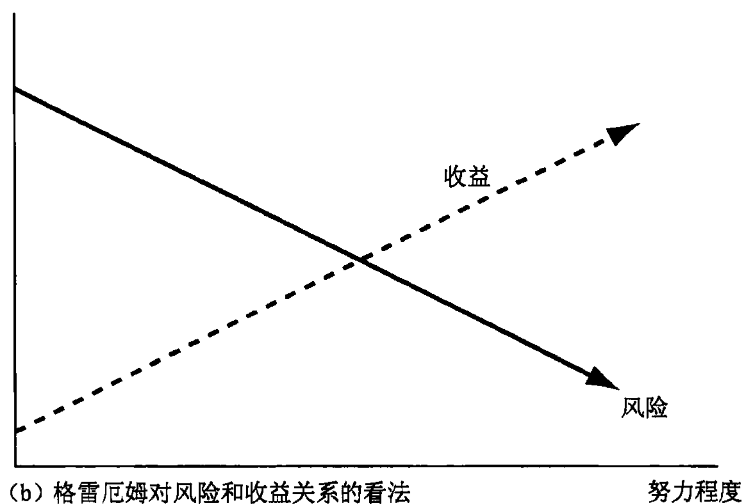
股市上有多种适合进取型投资的股票。被市场冷落的大企业可能是很合理的选择。这样的企业有渡过难关的资源，能够在环境允许的时候做出非常迅速的反应。股市的热点问题把投机者的注意力吸引到最耀眼的股票上，其他股票会遭到冷遇。一些暂时性的坏消息让市场不再关注某些股票，因为市场经常会做出草木皆兵、小题大做的事。一些二流企业既有良好的历史记录也有良好的前景，只不过一时陷入困境而遭到市场冷遇，如果这时候购买股票，投资收益也能很好。有些周期性企业尽管当前的情形不容乐观，近期的赢利水平在下降，但股票价格对负面因素做出了过度反应，这类企业也有投资价值。投资于受冷落的大企业、业绩二流的企业、周期性企业是三种不同的股市投资战略。每种战略都需要不同类型的知识和技能，因此最好能够专门针对其中的一种战略进行学习、研究，而不要分散使用有限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间和精力。



(a)对风险和收益关系的传统看法



(b)格雷厄姆对风险和收益关系的看法

图 1-6 收益和风险的关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出的时机

如果格雷厄姆预期手里的股票会带来良好的收益或者价值更高，就会较长时间地持有，通常是持有几年而不是几个月。不过，如果企业的质地下降或者股价太高已脱离合理的价值，他也会卖出股票。他告诫我们大可不必担心由于投机者的错误判断所导致的行情下跌。真正的投资者关注企业的内在价值，不会因为股市的心态变化就卖出股票。他通常会反对预测股市行情，但也说过在股市行情过热的极端情况下，保留足够的现金和政府债券更有利。股市过热的情况并不多见，但犯错的代价却很大。

使用格雷厄姆投资方法可能遇到的困难

过度简化

应用格雷厄姆的投资方法可能会面临一些严重问题。主要原因是没有充分理解格雷厄姆的理论或者对他的方法进行了过度简化。例如，在流动资产净值投资法中忽视定性分析的内容。

"对数据进行刑讯逼供"

学术界对通过分析数据来搞预测的做法有些嘲讽性的说法，例如"对数据进行刑讯逼供"就是一例。这个说法指的是所谓的"研究者"套用几十种公式分析数据，直到得出想要的"结论"才罢手。同样，有人会"挖掘数据"直到找到"有用的"信息。学术界想表达的意思是，即使你从手头的统计数据中找到了某些规律，也不意味着这些过去的规律能用于未来决策，这些规律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能纯属巧合。即使这些规律是真实可靠的，规律一旦被太多人知道就可能不再是规律，市场会根据新的信息进行交易，然后通过市场价格体现出来。即使完全采用定量分析的防御性投资方法，其结果也要经过很多指标评估后才能决定是否接受。格雷厄姆进一步指出，这些简单的分析方法忽视了定性指标(管理层素质、产业和企业的竞争力等)，这样选出来的股票最多只能带来满意的回报，不能带来特别好的回报。

华尔街或其他金融市场上的“价值投资基金”用简单的标准选择股票的时候，他们就像股市上追捧高科技类股票的投资者一样，都背离了格雷厄姆的投资哲学。

分析难度大

即使不折不扣地运用格雷厄姆的投资分析方法，要跑赢大市还是会遇到很多困难。第一，分析的难度大。高质量数据对投资分析至关重要，但这样的数据并非唾手可得。必须熟悉会计知识才能纠正财务所做的手脚，还要具备一定的经验和技巧才能发现被掩盖的信息。了解企业环境、公司战略、管理者行为这些重要指标也是重要的分析内容，但获取这些信息并非轻而易举。

投资者的性格

投资者的性格也是决定投资成效的重要内容。市场出现恐慌或狂热的时候需要有能够保持克制的个性。身边的人都做得很好而你却不得不耐心等待时机的时候，就需要有毅力、有勇气的个性。格雷厄姆认为自我才是投资者最大的敌人，智力水平并不是核心问题。很多智力水平很普通的人的投资业绩超群，因为他们的个性很适合投资。精通金融和会计知识，熟知股市，都不如控制情感重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“屠龙术”

由于符合标准的股票太少，很长一段时间里格雷厄姆的流动资产净值投资法和防御性投资法只是“屠龙术”。选择投资组合不能只用这些方法。市场行情高涨的时候，用这些方法只能找到很少的股票甚至一只都找不到。“我认为最近一次能够运用这些投资方法的时代是 1973 年或者 1974 年，那时候这些方法还是好用的。”[①]巴菲特的批评可能有些过火，但股市价格高的时候用格雷厄姆三种投资法的任何一个都买不到股票。不过可以把格雷厄姆的投资理念和其他投资方法共同作为你确定投资组合的方法（除非你有能力、有时间使用进取型投资方法）。

目光要高远

对短线投资者来说价值投资可能是危险的。“买入”的信号通常出现在市场衰退（通常也是经济衰退）的时候，例如 2002 年、2008 年。这时候市场充满变数，短期的不利消息满天飞。价值投资者买入的信心和以下两个因素有关：

- 股票价格低于内在价值；
- 市场能够自动纠正失衡。

尽管市场在长期能做到第二点，但短期内的表现可能让人失望。人们的无视和偏见可能让股票价格偏低的趋势维持太长时间。即使等到了股票价格再次反映企业价值那一天，企业的经营环境和其他重要指标可能已经发生了改变，意味着企业的内在价值已经变了。

① Lenzner, R. (1993)“Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work With People I Don't Like,” *Forbes 400*, 18 October.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烟蒂理论

手里的烟蒂很难判断值不值得再吸一口。沃伦·巴菲特道出了他放弃格雷厄姆的流动资产净值投资法的原因：

> ……首先，原来那些低价的"超值股"可能并没有多超值。一家陷入困境的企业问题往往层出不穷，就像厨房里不可能只有一只蟑螂那么简单。其次，买入股票的时候企业所具备的优势可能很快会被赢利状况不佳的影响抵消。例如，你用800万美元买入了市场价值或清算价值为1,000万美元的企业，如果你可以立刻把企业转让或进行清算，那么马上就可以获得很好的收益。但如果这1,000万美元的收入要在十年内逐步兑现，而且过渡期内的收益和红利都非常微薄，那么这笔投资就算不上好投资。对好企业来说，时间就是财富；对平庸的企业来说，时间就是问题。[①]

巴菲特把这种在企业陷入一时困境时购买股票，等行情好的时候再卖出股票获利的投资方法比喻为"烟蒂"理论。巴菲特按照格雷厄姆的投资方法做了几年，其控股的伯克希尔哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)本身就是他的烟蒂。该公司的主营业务是纺织品，这个产业在美国非常没有前景。尽管公司股价相对于公司资产价格并不高，但纺织品这个产业的效益非常糟糕，巴菲特在这个公司损失了不少资金。他还以明显低于账面价值的价格收购了位于巴尔的摩的霍柴德·孔恩百货公司(Hochschild Kohn)，这个公司有很多账面没有体现的固定资产和一大笔存货。三年后他几乎是以

---

① Buffett, W. E. (1999) Letter to shareholders include with the 1989 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原价将这家百货公司转让。他这样评价这次投资：

> “用平常的价格买一个好企业要比用好的价格买一个平常的企业好得多……有才干的管理团队遭遇一个很糟糕的行业，剩下的只有这个糟糕的行业。”①

公道地说，运用格雷厄姆的流动资产净值投资法时需要结合分析与企业有关的很多定性指标，例如评估产业经济状况、企业经济状况、战略定位等。这些指标对评估企业的赢利能力至关重要。出现这种矛盾的原因可能是分析的侧重点不同。格雷厄姆是不是真像巴菲特所说的那样极度重视定量分析，对定性分析几乎视而不见？他对企业无形指标的重视程度和历史数据的重视程度一样吗？这一切在今天已经很难判断了。我承认巴菲特很了解格雷厄姆，而且还在他手下工作过。他说：“格雷厄姆可能只关心统计数据。”②但根据我对格雷厄姆著作的理解，格雷厄姆认为在流动资产净值投资法和进取型投资法中使用定性分析都至关重要。可以准确地说，如果用格雷厄姆的三种投资方法分析股票，大多数股票在第一阶段就被否掉了，因为这些企业的净资产不够。这意味着大量的潜力良好的股票都没有机会进入投资者的视野。迪士尼、可口可乐、华盛顿邮报(这些都是巴菲特非常成功的投资项目)这些股票都不会成为格雷厄姆的投资对象。

结论

格雷厄姆投资理念的继承者通过投资赚取了亿万财富，但格雷厄姆本

---

① 同前注。

② Bianco, A. (1935) “Why Warren Buffet is Breaking His Own Rules,” *Business Week*, 15 April.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人却没有赚到多少钱。他 1976 年去世的时候只有 300 万美元财产，和后人相比这只是很小的一笔资金。在格雷厄姆看来，投资并非只是积累财富那么简单，他揭示了智力活动对投资的重要意义，强调用理性思维方法按照具体的标准选择那些未来会增值并带来收益的股票。

他为后人贡献了价值投资理念和证券分析方法，这些工具成为职业投资者和业余投资者的重要理论武器。他告诉我们怎样以最少的努力和最基本的技能投资股市，但也只能预期"合理的"收益。他告诫我们在股市中脱颖而出离不开丰富的实践经验，不能靠小聪明。他告诫我们不要自欺欺人地认为我们是业绩更好的那一群人。成为进取型投资者需要付出一定的代价。

只要这个世界还有严肃的投资者，格雷厄姆的投资理念就还有意义，这些理念有：

- 安全边际；
- 独立思考——用符合逻辑的方式进行分析；
- 区分了投机和投资的概念；
- 把股票看成企业的一部分，因此要做企业分析而不要做证券分析；
- 内在价值的概念；
- "市场先生"——利用市场波动赚钱，市场是表决的机器，不是计算价值的机器；
- 流动资产净值投资法；
- 防御型投资法；
- 进取型投资法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 二 章

菲利普·费雪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利普·费雪(Philip Fisher)是成长股投资的先驱。大家对成长股投资普遍存有一种误解,认为成长股投资者不重视股票自身的价值。尽管有些人的确如此,但费雪一向认为投资成长股应该以价值为基础。即使成长潜力很好的企业也常有被投资者冷落从而令价格低于价值的时候,只不过由于绝大多数收益快速增长的股票都备受关注而股价很高,因此成长股价格低于价值的情形并不多见,但是寻找成长股还是值得的。

从费雪那里可以学到跑赢大市的方法,前提是必须密切关注某一个或少数几个行业。行业关注太多了,认识就不够深刻,就难以取得成功。作为投资者,要密切关注行业内所有企业的经营战略、管理水平,并根据经验进行分析。

从费雪那里可以学到这些方法：

- 利用各种渠道信息加深对企业和管理层的了解;
- 分析企业的竞争能力;
- 评估企业的研发能力;
- 了解企业的管理水平,特别是营销能力;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 分析重要的财务指标；
- 利用股市中其他人的非理性失误。

另外，购买真正有成长潜力的企业股票还要有足够的耐心。

费雪生于1907年，91岁退休，在投资界从业年限长达74年。费雪出身大家族，早年他奶奶和他叔叔讨论股票投资的谈话成为他的启蒙教育。奶奶以为费雪会对讨论投资的话题感到厌烦，但恰恰相反，就是这些谈话引发了费雪对投资的终身兴趣。费雪十多岁的时候就开始涉足股市，在20世纪20年代的大牛市中小赚了几笔，但他的做法遭到了父亲的反对。他父亲是医生，认为这样会养成赌博的习惯。他告诉父亲，这并不是简单地碰运气。但他也不得不承认这些试探性的投资并没有让他学到真正有价值的投资理念。

教育及其他经历

让费雪真正学习投资理念的是斯坦福大学刚刚成立的研究生商学院。学校安排1927—1928学年度的新生在鲍里斯·埃米特(Boris Emmett)教授的指导下每周用一天时间访问旧金山湾区的大企业。这种活动为学生了解企业提供了绝佳的机会。学生不仅了解到企业是如何运作的，还获得了向企业管理层请教的机会。在埃米特教授的精心指导下，他们学会了判断每个公司的优势和不足。费雪很快发现了访问企业的重要价值，于是主动提出开车接送厄埃米特教授，难能可贵地为自己争取了和教授一对一交流的机会，使得自己有更多机会聆听教授对每次访问活动的点评。

这些访问和点评奠定了费雪投资哲学的两大理论基础：

- 形成了成长型企业的概念，这在当时还是比较陌生的术语。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 认识到销售、营销对制造企业发展的极端重要性。年纪轻轻的他就已经认识到，好的投资对象通常是那些不仅会销售产品，更会把握顾客需求变化，即善于营销的企业。

1928年，还没有毕业的费雪已经在旧金山的一家银行成功争取到一个证券分析师（当时叫统计师）的工作岗位，这家银行就是克罗克国民银行（Crocker National Bank）的前身。当时的斯坦福商学院资历尚浅，培养的研究生并不能满足岗位要求，但费雪成功地说服了银行给他机会，当时约定如果做不好就回到斯坦福。事实证明这份工作并不是费雪喜欢的那种，只是每天向那些兜售高利息债券的经纪人提供统计数据，而且这些数据只不过是转述穆迪公司或者标准普尔公司的资料。对费雪来说这种工作简单得令人乏味，做法也不够诚实。

崭露头角

1928年秋，费雪的一个创意得到了行长的支持，行长允许他花时间对无线电生产企业股票进行真正的分析。费雪以银行代表的身份走访了多家零售店的无线电部门，了解顾客对市场上最主要的三家企业的产品意见。顾客的反馈意见惊人地相似。股票最受欢迎的那家无线电企业得到的客户或顾客反馈并不很好，RCA公司的产品得到的评价不好不坏，飞歌（Philco）公司得到的评价更胜一筹，新产品很受欢迎，生产效率很高。

> 重视调查研究是费雪投资哲学的核心理念之一

尽管华尔街对第一家企业没有任何不良评论，但由于客户不满，它的麻烦其实已经不远了。在随后的12个月里，费雪注意到这家企业的股价在逆市下行。这是一个重要经验：仅仅停留在纸面上的数据分析是远远不够的，还要走出去通过那些和企业直接打交道的人了解企业的现状和前景。重视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查研究是费雪投资哲学的核心理念之一。

股市大崩盘

进入1929年，费雪越来越相信股市已经形成了一个可怕的泡沫。1929年8月他甚至专门为此向银行写了一份报告预言未来六个月内将出现25年来最严重的熊市。遗憾的是，当时提出类似意见的只不过寥寥数人。当时普遍的观点认为股价将继续走高，人们无比相信国民经济和商业进入了“新时代”，股票收益还将持续增长很多年，这些人认为新技术（无线电、汽车、电器）将以前所未有的速度推动经济增长。

我记得20世纪90年代后期也出现了这样的观点，当时人们认为互联网、电脑、电信将推动股市一路攀升至前所未有的高度。上个世纪出现了很多所谓的“新时代”，每逢股市价格过高就有人用“这次不一样”来解释。了解股市历史上的经验教训是成为一个好的投资者的前提。对历史了解得越多，对未来看得就越远。

尽管费雪分析得头头是道，但他还是被市场冲昏了头脑。他把辛辛苦苦积攒起来的积蓄投到那些还没有开始上涨的低价格股票上，却没有事先搜集、分析这些股票的信息，完全忘记了自己刚刚从无线电企业分析中得来的经验。股市崩盘后他的原始投资只剩下一点点。这次经历给他留下了很多教训，其中一条是低价格不等于有价值。投资者需要的是那些和近几年收益相比价格较低的股票。他开始考虑制定预测企业未来若干年收益的一整套方法。

1930年费雪加入一家地区性的证券经纪企业，负责寻找值得购买的股票，他用八个月的时间实践了自己学习和总结出来的方法。遗憾的是，这家经纪企业也是股市大崩盘的受害者，费雪也失业了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再接再厉

费雪曾经想过自立门户为客户投资理财，于是1931年他成立了自己的企业——费雪公司(Fisher & Co.)，公司只有一间连窗户都没有的很小的办公室。新公司举步维艰，利润少得可怜，1932年费雪公司每月赢利仅有2.99美元，1933年增长了10倍，达到每月29美元。尽管赚不到多少钱，费雪仍然很喜欢这段日子。他认为这段经历给了自己足够的时间思考投资哲学，是他一生中收获最大的两次经历之一。他还在这段时间里建立了自己的客户群，当时这些客户对以前的投资经理不满意，正在寻找新的投资经理。事实证明这些客户忠诚度非常高，当然他们也从费雪公司那里得到了丰厚的回报。

这期间费雪抓住了实践自己投资哲学的好机会，这就是买入食品机械公司(Food Machinery Corporation)的股票。食品机械公司在业内处于领导地位，是由美国伊利诺伊州的一家企业兼并了加州的两家企业后组成的，而加州这两家企业正巧是费雪在厄姆奈特手下学习时所关注的企业。食品机械公司的营销能力非常出色，能够很好地控制销售活动，还垄断了设备的零配件市场。该公司研发部门创新能力很强，管理层富有效率，受到了客户和员工的尊重。该公司股票市价远远低于公司的潜在价值，而且看起来费雪似乎是唯一发现公司真实价值的股票分析师。

我们通过观察费雪的分析方法可以知道费雪在关注哪些内容：

- 企业经营者是否优秀？
- 企业竞争力大不大？
- 企业运营和长期规划做得好不好？
- 企业是否具备实现多年成长所需的具有很高增长潜力的新产品线？

费雪在股市做短线交易小赚了一些，但他发现这样做耗费时间太多，得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的利润太少。他注意到股市上有很多精明的投资者进行短线操作，但他发现尽管这些人开始会赚到一些钱，却通常都会以灾难收场。于是费雪决定只做长线投资。

第二次世界大战及战后

二战期间，费雪在美国陆军航空部队做了几份文职工作，这期间他反思了投资理念，进一步磨砺了他的投资哲学。战后他决定把主要精力放在寻找具有重大成长潜力的股票上，他还精简了客户群，只保留了少量的大客户(20 世纪 50 年代至 60 年代期间他的客户没有超过 12 人)。他还断定战后化学工业会得到重大发展，于是开始寻找潜力巨大的化工企业。他认真研究化学工业，寻找和化工企业及管理者有关的一切信息。只要听说一个人了解化学工业他就会找他交谈。他把所有这些定性分析的信息(创新、发明、竞争力等)都放进了他的金融分析工具中。

陶氏化学

1947 年春，费雪找到了一个各方面都符合他评价标准的企业，这就是陶氏化学公司(Dow Chemical Company)。他选择的理由如下：

- 重视高业绩的团队文化。费雪通过接触陶氏化学公司的人了解到公司各级管理层都非常热衷于公司的业绩增长和团队成绩。公司上下都坚信会有更好的增长。
- 高层管理者的智慧。费雪第一次会见企业高层管理者喜欢提出的问题是影响公司长远发展的首要问题是什么。陶氏化学公司总裁的回答给人留下了深刻的印象，那就是避免企业在规模扩大过程中变得"军事化"，避免官僚作风，维护人们之间的非正式关系，让不同级别、不同部门的员工能够畅所欲言地交流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 专注于公司有特殊能力的领域，避免脱离这种能力。陶氏化学的业务领域要么是现有业务，要么是公司有足够理由成为生产最有效率的企业的领域。这种能力包括批量生产、更好的工艺流程、对产品的了解更深刻等等。
- 重视研发工作，企业能够在数十年里做到行业内领先并保持领先地位。
- 在全公司范围内培养人才。高层管理者深知尽早发现有特殊才干人才的重要性，然后向这些人灌输陶氏化学公司的理念。公司为发现人才并量才使用这些人做了切实的努力。

尽管战后美国经济不景气增加了企业经营难度，但包括陶氏化学在内的费雪公司投资的所有股票业绩都明显好于股市平均水平。费雪也有几笔投资表现得差强人意，费雪接受了失误的事实，承认自己没有进行充分的分析或者选择了自己并不是很了解的行业。

这两家看起来毫不起眼的公司（德州仪器公司和摩托罗拉公司）最后表现出惊人的业绩，给费雪和客户带来了巨额回报

费雪后来专注于投资科技股，特别是他所了解的行业中向其他企业供货的技术型企业。为找到超值股票他开始关注一些知名度不高的企业，其中有两家是小企业，但市场上的投资者普遍认为购买这两只股票的投机色彩太重。这两只股票没有得到保守的投资者或投资机构的注意。很多人指责费雪购买这两家小公司的股票是拿客户的钱冒险，这样的公司一定会被大企业排挤出局。但费雪坚持用自己的分析方法对该公司的管理和所在行业做了更深入的分析。你可能已经猜到了，这两家看起来毫不起眼的公司最后表现出惊人的业绩，给费雪和客户带来了巨额回报。你或许知道这两家企业的名字：德州仪器公司和摩托罗拉公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪的投资哲学

几十年来费雪的投资哲学一直在发展，他的投资哲学部分内容是逻辑思考的结果，部分内容是对其他人成败得失的观察。但是，最重要的因素是对自己错误的痛定思痛。经验告诉费雪，选择好的股票投资最重要的标准是用些时间选准一家公司，然后找到公司管理人员和其他有识之士同他们聊天，了解相关的产业和公司。他把这种方法命名为“聊天法”，下面简单介绍一下这个方法。费雪可以用聊天法获取一个企业的各种信息，可以验证公司报告和正式文献的内容。他想寻找的是类似食品机械公司这样的有可能在业内领先的企业，一个全程具有有效的管理，有可能实现显著增长的企业。

他认为投资者不可急功近利，也不要指望轻松赚大钱，所以如果他找到了这样的“摇钱树”，就会持有股票至少三年。能够通过全面分析和“聊天法”评估的企业，企业经营的方方面面都应该是很出众的。这类公司一般是科技型企业，而对科技型企业而言挫折是发展不可或缺的一部分。不了解情况的投资者在公司出现挫折或赢利低于预期的时候会卖出股票，从而压低股价，这就给费雪捡便宜提供了机会。如果企业的经营者能力出众，而且这些失误只不过是暂时的，那么这类企业仍然是很好的投资对象，而且要比那些从来没有出现过失误的企业更有投资价值。

聊天法

前文说过，费雪把这种绕开企业报告去了解企业的突破常规的方法叫作聊天法。聊天法通过企业内部的小道消息和一些与企业有关系的人（如员工、顾客、供应商、承包商、竞争对手、学术界、行业协会、产业观察家、已离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职的员工)所传递出的信息来了解企业的经营情况。综合不同的人从不同的角度对企业优缺点的看法,最后结论的准确性往往非常惊人。如果你向某行业内五家企业的员工巧妙地询问他们对其他四家企业的优势和劣势的看法,通常可以非常详细、准确地了解全部五家企业的情况。如图 2－1 所示。

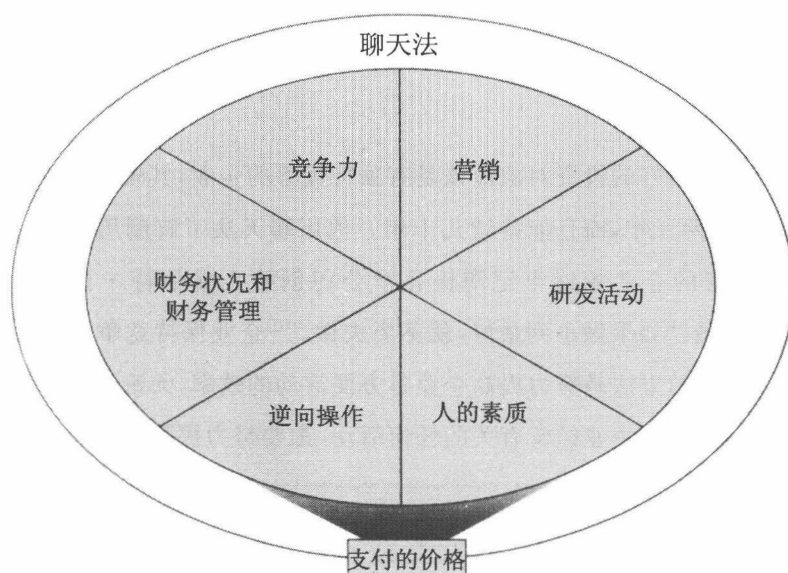


图 2－1　费雪投资哲学示意图

供应商和顾客是绝佳的第一手资料来源,通过他们可以了解企业的销售和营销能力以及财务状况。其他渠道的信息也都是有用的信息,把这些分散的信息综合起来就能全面了解企业经营情况和管理者的素质。要坚持兼听则明的原则,尤其要注意剔除抵触情绪的影响,特别是已离职员工的抵触情绪的影响。最重要的一点是要让人们相信自己的身份不会泄露。如果人们对调查人员的保密能力有任何疑虑都不会愿意提供信息,或者说了也是言不由衷,或者提供的是没有价值的信息。有时候这些信息自相矛盾,但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这不是问题，因为真正优秀的企业反映出来的主流信息足以让善于获取信息的投资者判断一个企业是否值得继续投资。在了解顾客、供货商、竞争对手的信息后，可以接触企业的高层管理者以获取必要的信息。

聊天法的不足是提问的人只有非常熟悉财务知识和企业战略才能通过巧妙的提问获取有价值的信息，因此这类分析人员也大多数都是相关的专业人士。

竞争力

费雪认为，好的投资对象应该是有独特优势的企业，其较高的赢利水平不仅能持续两三年，而且能持续几十年。他用聊天法了解到历史业绩长期超过竞争者的企业始终牢记陶氏化学公司创始人赫伯特・道(Herbert Dow)的告诫："如果做不到最好，就不要去做。"[①]企业保持竞争优势的方法有很多，最好的方法是努力提高企业各方面活动的效率，无论是销售、采购、生产、管理还是和企业经营有关的任何活动，都要努力提高效率。

规模经济是竞争优势的潜在来源

能够赚取丰厚利润的企业会不可避免地吸引其他想分一杯羹的企业的关注。应对这类竞争最有效的办法是提高效率，迫使竞争对手必须付出巨大代价或者发动两败俱伤的价格战才能开展竞争。价格战会引起股东的反感而且有损企业价值。规模经济是竞争优势的潜在来源。费雪认可这个理论，但他也知道管理层级增加所带来的弊端很容易抵消掉运营成本降低的好处。一些在某一个规模上运营良好的企业，扩大规模以后效率反而降低，

① Fisher, P. (1980) *Developing an Investment Philosophy*, Financial Analysts Society and Business Classics. References are for 196 reprinted Wiley Investment Classics book, *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc., p. 231.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业高层管理者日益脱离日常经营活动。聊天法对这样的企业是有效的，可以作为了解企业经营情况的一种手段。

大企业最重要的优势不是生产环节而是营销。大企业开发出一种新产品后顾客通常都愿意购买，因为市场有这样一种普遍的观点，即行业领先企业产品的性能价值更好，应优先购买这些企业的产品。因此，负责采购的经理通常不会因为从大企业采购受到指责。行业领先企业只要管理者能够尽职尽责，很少发生失去竞争优势的情况。费雪喜欢以金宝(Campbell)汤料公司作为大企业的例子。金宝汤料公司是一家家喻户晓的企业，也是行业领导者，公司通过规模经济以及后向一体化战略(收购上游供货商)降低了成本，公司在零售企业的最佳地段占据了最大的展示区，通过数以亿计的销量分摊营销成本。

有些赢利水平高的企业利润并非来自核心业务，有些企业能够通过租赁、保险、不动产等非主营业务保持竞争优势。

费雪认为，决定企业在行业内的优势地位的因素主要有三个：

- 企业在质量、可靠性方面有良好的口碑；
- 企业要让客户明白他们要想维护自身的声誉就要采购高质量、可靠的产品；
- 竞争对手的市场份额较小，行业领导企业的品牌成为产品的代名词。

要想实现利润最大化，企业产品的成本在客户的要素成本中必须只占一个很小的份额。这意味着客户更换供应商并不能节省多少费用却要承担产品质量缺陷的风险。善于工作的营销团队会利用这一点获得竞争优势。他们会说服客户自动追加订单，这对竞争对手是很大的障碍。

拥有众多的小型客户比拥有几个大客户更为有利，需求有一定特殊性的客户是非常理想的。这样企业就可以建立一个非常好的客户群，竞争者很难挖墙脚。除非出现了重大技术变革或者企业管理效率下降的情况，否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则企业通常不会失去对市场的控制力。

费雪认为专利保护对企业维持竞争优势的意义不大，因为专利只能阻止竞争者用某一种技术路线生产某种产品。换句话说，如果受专利保护的产品利润很高，那么竞争者迟早能采用不同的技术路线开发出相似产品甚至更好的产品。近年来制药行业和智能手机行业都出现了很多这样的例子。他认为企业最好通过其他方式保持竞争力，例如新颖的技术、出色的销售及服务体系、良好的顾客关系。他甚至认为，如果企业开始依靠专利保护维持赢利能力，那么意味着投资这样的企业的坏处多过好处。即使能够有效遏制竞争的专利也不能遏制得很彻底，专利保护期一过，企业的利润可能大幅下降。

有竞争优势的企业应该避免过于依赖自身的优势地位，也不要企图借此长期获得超过行业水平的利润，否则可能吸引竞争者进入市场。对一个好企业来说，利润率高出竞争对手两三个百分点就足够了，超过这种水平的赢利能力只能招来恶性竞争。

营销

营销是企业保持竞争优势的重要手段之一，营销队伍能够让满意的客户再次购买产品。如果一个生产企业不仅生产质量良好的产品，还能提供良好的售后服务和零配件，那么竞争者将很难与它竞争。“生产、运营有效率但营销和销售能力偏弱的企业，就像为强大的发动机配备了很松的皮带或不顺畅的齿轮，发动机的效能得不到充分施展。”[1]营销队伍的职责之一是让顾客充分了解产品的质量和可靠性，这样客户才会因为顾虑竞争对手

---

① Fisher, P. (1975) *Conservative Investors Sleep Well*. Previously published by Business Classics. References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics book, *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc., p. 157.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品的质量和可靠性而不轻易离去。“酒香也怕巷子深”，营销队伍的责任就是向人们展示“酒”的“香气”。

费雪很惊讶地发现大多数分析师只顾埋头分析数字却忽视了企业的营销活动，当然他也知道营销活动难以量化，不如分析财务数据来得方便。聊天法有不可估量的作用，竞争者、客户对企业销售和营销队伍的能力都能提供明确的意见，他们作为利益方还完全有可能提供各种意见和建议。他强调，那些经过事实证明是很好的投资对象的企业，无一例外地都具备强大的分销渠道和业绩不断增长的销售队伍。

研发

费雪喜欢关注科技型企业，自然会把研发活动看成企业成功的重要因素。如果你关注技术和创新水平不高的行业，研发的重要性就没有这么重要。

关注研发不是简单地考察企业有多少资金用于研发，而是要用企业研发经费除以销售额，计算出研发费用占销售额的比例，但这种方法存在一个问题：在企业公开的报表中，哪些费用是研发费用哪些不是研发费用并没有一个固定的标准，更不用说企业具体怎样使用研发费用。企业研发活动的质量和成效迥然，好的企业研发活动的投入产出比可能是不好企业的两倍以上。

技术天才非常重要，但对这些人才要有所管理，因此好的团队至关重要。当今时代，靠一个技术天才单打独斗开发新产品、新工艺已经不现实了。今天的创新通常离不开团队，团队成员都受过良好的训练而且各有所长。化学专家可能与固体物理专家、冶金专家、数学家协同工作。个人技能仅仅是团队的一部分，团队领导把不同背景的专业人才有效地组织起来，向着共同的目标前进。实际上，团队管理的重要性经常要超过专业人才的数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量和质量。技术人才必须加以引导才能协同工作。

此外，研发、生产、销售等部门之间的协同也是必不可少的，只有这样不同部门才能为共同的目标工作。如果新产品的设计不适宜高效率地生产，或者不能激发顾客的购买欲，那么产品的销售就会受到很大影响。大企业的管理者应该充分认识研发的价值，为研发营造一个有长远规划的稳定的环境。抽调人员搞应急式的新产品研发对研发本身及员工士气都是破坏性的，研发工作半途而废本身也是一种潜在的浪费。费雪对拥有某一种优势产品的企业并不是很感兴趣，他更关注那些能够不断创造出赢利产品的企业。只有具备并保持长期创造力的企业才能在现有产品被取代后继续推出新产品。企业的制度和管理方式适合企业不断推陈出新，不断焕发活力吗？企业是否着眼于未来？是否持续鼓励研发部门提出激动人心的创意？

他关注那些能够不断推陈出新创造赢利产品的企业

有必要告诫那些投资于研发活动过于分散的企业的投资者：最成功的企业通常是沿着现有产品线开发新产品的企业。研发人员和管理人员应该尽全力把研发的内容限定在特定领域内，理想的研发活动应该呈树状分布，即所有研发活动的分枝都源于同一个树干。

财务状况和财务监督

费雪很清楚企业管理财务问题方式的重要性，只有财务管理规范、正确，企业的管理才能称其为好。财务管理水平超出市场一般水平的企业可以获得几种重要优势。他们能具体知道每种产品可以带来多少利润，因此能够调整生产活动以实现利润最大化。他们能知道每种要素的成本，需要降低成本的时候，无论是需要调整流程，还是需要提高人员管理效率，这些企业总是知道什么方式最合适。最重要的是他们有好的预算制度，能够保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证规划得到落实，在企业发生计划外事件和利润受威胁的时候能够及时让管理者得到预警信息。简而言之，只有好产品是不够的，离开好的财务管理能力，企业就不能以合适的价格生产、销售产品。

我们很难知道企业财务管理活动中哪些方面缺乏效率。作为外部人，不要指望直接获得详细的财务数字，但通过与顾客、供应商和员工谈话，假以时日就能够拼凑出一幅企业经营能力的全景画。

费雪关注历史上赢利水平一贯很高的企业，因为这些信息很可能(但并不一定能)反映企业未来的业绩。一些企业对价格的影响力很大，它们借此维持利润率，同时这些企业始终保持着降低成本的动力，不断寻找降低费用提高效率的方法，这样有助于缓解工资成本上涨的压力。投资者要关注企业内部和削减成本、提高利润率有关系的指标。

有时候，一些企业为了提高长期赢利能力会有意压缩短期赢利能力，在研发、促销等方面扩大开支规模就是一例。要仔细区分企业赢利水平的提高是依靠在稳定的商业环境里提高竞争力获得的，还是仅仅因为商业景气带来的。通常，在商业景气时期一些边缘化的企业(弱势企业)的赢利水平可能大幅增加；商业不景气的时候这些弱势企业的赢利水平又会大幅下降。那些成本最低、品质优良的企业的赢利水平一般不会出现这种大幅度波动。

费雪的投资类型强调长期持有规模和利润水平具有良好增长潜力的企业，而不要持有那些业绩随着商业周期一起变动的企业。分析企业几年来的利润水平就很容易判断出企业属于哪一类型。还有一个需要考虑的问题是企业发新股的可能性。你不会喜欢所持有的企业不断向你提出增资要求。企业增资后尽管规模扩大了但股东增资的回报率通常会非常低。管理良好的企业通常利用自有资金和借款开展经营，不会采用要求股东增资的手段。如果企业提出此类增资要求，那么企业必须能给股东带来额外利润，否则企业的财务管理就可能有问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的素质

管理者和员工的素质是所有成功企业的基础，因此人的素质对投资者也有极端重要性。决定了卓越企业和平庸企业之间差别的正是经营企业的人。费雪提出了评价人的素质的四个标准（如图 2－2 所示）。

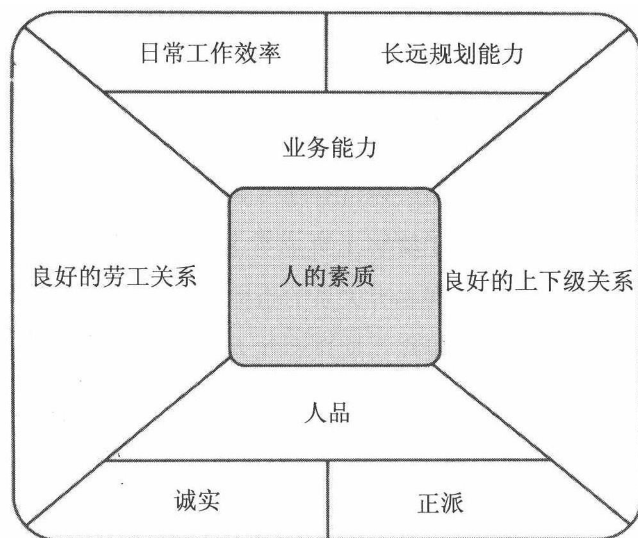


图 2－2 人的素质构成

业务能力

业务能力由两种能力组成。第一个是日常工作效率。管理人员应该善于处理日常工作，应该经常想办法提高企业方方面面的效率。即使一切都好，他们也没有时间放松一下，还要准备好面对企业随时可能出现的错误、失败，处于技术前沿的企业更是如此。好的管理人员不会过分批评失败的人，而是想办法为失败找到解决办法，提高效率。他们知道失败是进步的一部分。如果企业不是敢于失败，喜欢报喜不报忧，迟早难以面对更强大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对手。

不敢挑战自我的僵化的企业迟早会陷入衰败

第二种能力是管理人员必须有长远规划的能力。他们要有前瞻的能力，确保企业沿着正确的发展道路前进，不会承担不必要的风险。费雪认为，有些管理者擅长日常管理，有些管理者懂得长期规划，但真正成功的管理者要同时具备这两种能力。管理者要勇于挑战现有的工作，要强调过去行之有效的做法今天未必要保留。不敢挑战自我的僵化的企业迟早会陷入衰败。

过于重视短期利益可能有损于企业的长远发展，因为短期政策会影响到客户和供应商。企业与客户、供应商保持良好关系是很重要的。例如，企业没有必要用最苛刻的合作条件压迫供应商，也不要把对方的利润榨得一干二净。做一点让步可以树立良好的口碑并改善关系，企业在陷入困境的时候才能有牢固的伙伴，才能够确保原料及零部件的供应。对陷入困境的客户伸出援手可能会增加一些费用，影响到短期利润，但会得到客户长期的高额回报。好的管理者要眼光长远，能够与供货商和客户保持良好的工作关系，给企业带来长久、全面的繁荣。

两种运气

费雪认为可以把实现了长期增长的企业划分为两种类型：抓住好运气的企业和创造好运气的企业。管理能力对两组企业都是必不可少的。美国铝业公司（Alcoa）是典型的抓住好运气的企业。美国铝业公司的创始人能力出众，抓住市场成长的时机获得了发展，同时成功击败了竞争者。他们的好运气是航空业的发展为公司提供了全新的市场。美国铝业公司很幸运地发现公司在现有市场的优势比公司早期管理者梦想进入的那个市场的优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更大。

在费雪看来，杜邦、陶氏化学、联合碳化物(Union Carbide)公司是创造好运气的企业。这几家企业都是依靠现有的技术和能力开发新产品。杜邦公司创立于1802年，一开始生产爆破火药，后来管理者和技术人员利用生产火药工艺积累的技术经验开发出尼龙、玻璃纸、氯丁胶、特氟龙、莱卡等多种化工产品。杜邦公司卓越的商务、财务管理人才与出色的技术研发能力相结合，多年来新产品层出不穷，为长期成功提供了保证。

品格

股东把投资交给好人管理才能放心，也就是说，企业的负责人及其他管理者应该用诚实、正派的方式开展经营。人品不好的企业管理人员太有可能牺牲股东利益换取个人利益了。如果投资者对企业管理层的人品有顾虑就该抽走资金。在这方面聊天法能够派上用场。如果不是和管理者直接对话或者通过熟人了解他们的人品，还能找到更好的方法吗？

一旦企业有了坏消息，正直的管理者不会隐瞒实情。他们应该直接面对股东，把当前的利弊得失说清楚。沃伦・巴菲特以伯克希尔哈撒韦公司1999年度报告为例说明了在坏消息面前保持诚实的必要性。

> 一翻开1999年度的报告我就知道公司的业绩有多么糟糕。这不但是我本人职业生涯中最差的业绩，而且用标准普尔指数衡量也是投资公司里最差的业绩。即使电影《糊涂大侦探》(*Inspector Clouseau*)的主角克劳索也看得出来公司总裁有责任。这次经历让我想起了一个足球后卫考试成绩的事。他的考试成绩是四项不及格、一项勉强及格，但尽管如此教练还是很体谅他。教练慢条斯理地对他说：小伙子，我认为你在这个唯一及格的项目上花了太多时间。对我来说，1999年“唯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一勉强及格的项目”就是资金分配。

即使前景光明、管理卓越的企业也难免遭遇失误和挫折，需求变化、新产品不成功这些事时有发生，对企业管理者有信心的投资者不应被这些事情吓到。管理层掩盖问题的任何嫌疑都应该视为警示信号，这意味着管理层可能没有解决问题的方案，可能很慌乱，也可能很傲慢地认为这些问题无须向股东报告。

分红政策也是和管理者的能力、人品有密切相关的领域。不好的管理层可能导致现金占用远远超过必要的程度，损害股东利益。不好的管理层可能会把资金投向回报率不高却有利于管理者提高地位和增加薪酬的项目。不好的管理层可能会设置过高的分红比例，限制企业利润再投资的能力。这些管理者就像农场管理者等不到牛犊长大再卖更高的价格，在小牛犊刚刚出栏就给卖掉了一样。尽管早早出售牛犊换回了现金，但农场管理者（更准确地说是农场主）的潜在损失巨大。

由于费雪关注的是能够连续推出新产品的高成长企业，因此他寻找的是不分红或分红很少的企业，这是由企业的特点决定的，这些企业保留的利润能产生更多的利润。

良好的劳动人事关系

企业管理层对职工的态度与企业的成功关系极为密切。如果企业高层管理者用实际行动证明他们为改善职工工作环境竭尽所能并且关心职工利益，那么管理层将获得更高的生产率和更低的成本。如果职工认为得到了公正的待遇并且受到了尊重，那么受益的通常是企业，例如产量会提高，成本会降低，职工会投入更多的工作热情。管理层要拿出时间用于和职工沟通，化解职工的不满。要让工人的工资高于社会平均水平，向职工提供更慷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慨的养老金方案和利润共享方案。不过，如果劳动人事关系不好，所有这些努力都会变得徒劳。职工流动性太强对企业有破坏性，会提高企业的招聘成本和培训成本。工人罢工的成本显而易见，但职工没有尽心尽力工作的潜在损失也不容忽视，因此善待职工的好处怎么说都不过分。在这方面聊天法同样能派上用场。投资者可以通过聊天了解现职职工和离职职工的情感，评价企业作为雇主的口碑。聪明的投资者甚至会通过分析企业职工的流动速度以及企业求职者名单的长度来了解这方面的情况。

良好的上下级关系

企业的管理者必须对企业领导班子有充分的信心。“这些人的判断力、才干、团队协作最终决定了企业的成败。”[①]企业的政策取决于高层管理者的态度。企业高层必须要营造出重视合作、才干、勤奋的工作氛围。任何快速成长的企业都可能有人际关系紧张、出现摩擦或抵触情绪的现象，必须妥善、快速处理这些问题。要任人唯贤，不要拉帮结伙，任人唯亲。高层管理者要定期评估薪酬水平，不要等到不得不这样做的时候才做。经营最好的企业不必到外界招聘高层管理者，企业完全可以从内部培养的人才中选拔高层管理者。这一点很重要，因为内部员工熟悉企业的运作，外来者必须先了解各种潜在风险和习惯后才能开展工作，这些都可能导致问题。投资者不要选择依靠个人因素成功的企业，企业必须依靠管理团队取得成功，而不能依靠某个人。

高层管理者的重要职责之一是选拔、培养上进的有才干的中低层管理者，并安排他们在必要的时候接替高层管理者的工作。“如果从企业最高层

---

① Fisher, P. (1960) *Common Stocks and Uncommon Profits*, PSR Publications (originally published by Harper & Brothers in 1958). References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics Book, *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and sons Inc., p. 40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领导往下看，每一层次的管理者所真正得到的授权都不足以让他们充分施展才干和效率，那么他们的才干就会像困在笼子里的动物，因为缺乏锻炼变得不健康。他们既没有机会培养人才，也没有机会用好人才。”[①]高层管理者必须放手让中低层管理者开展工作，只有这样他们才能得到锻炼，才会形成自己的见识。聊天法是了解这方面信息最重要的方法，但用好统计数据也可以做到这些，例如可以计算最高管理层和下面两三个级别的员工的工资差距。如果差异显著，那就是危险信号。

利用市场行为

逆向操作

费雪特别喜欢利用自己从财务分析和聊天法中获取到的别人没有注意到的信息进行逆向操作。大多数投资者都有从众心理，认为专业分析师看好的股票就是好股票。费雪饶有兴致地套用了投资食品机械公司的经验。食品机械公司的真实价值曾被金融界忽视却给费雪带来了巨大的回报。他开始寻找那些不受关注、价格偏低但内在价值却很充足的股票。在金融界普遍随大溜儿抛售该公司股票的时候，他敢于逆向操作，凭借对自己分析和信息的信任买入股票。这就是获得超额回报的机会，而且如果他的假设条件没有错，这种投资的风险也比较小。

股价和市盈率

金融界对股票的评价导致了股票价格波动，有时候股票价格和企业的实际经营活动没有直接联系。我们永远都不要忘记，证券经纪机构分析师

---

① 同前注，p. 41。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对股票的评估只是一种主观判断。判断并不是事实本身，而是对事实的理解。很多分析师不具备评估实际问题的技能和时间，因此他们的判断经常是错的。因此，股票价格的波动并不是企业当前或者未来经营情况的反映。一只股票价格涨跌的程度取决于金融界不同判断的力量对比，和这些判断是否如实地反映了企业实际经营情况没有关系。金融界的判断和企业实际的经营情况可能存在不一致，因此股价就可能明显低于企业的长期内在价值。

流行和风气像主导时尚产业一样主导着金融市场

股市投资者喜欢跟风，有时候某个人会把一群投资者带入歧途。流行和风气像主导时尚产业一样主导着金融市场。在某些投资者看来，流行的股票展示了全部的积极信息，于是非理性的乐观情绪不断推高股价，随后非理性的悲观情绪袭来，他们看到的都是各种担心、疑虑和问题。20 世纪 90 年代的美国，很多科技股、传媒股、电信股的波动都体现了这样的特点。投资者总会觉得股市回归理性价位的日子遥遥无期。市场对股票的评价和企业真实情况之间的差异可能持续多年，但是要记住泡沫迟早要破灭，短则数月，长则数年，终究会破灭。

价值高估的股票价格开始回归合理价位后，价格下跌造成的心理压力会导致人们过于担心负面因素，导致股票价值被严重低估。审慎的投资者必须远离股市躁动，静下心来分析基本资料。这也是费雪寻找股市“金矿”的方法，他会持有那些不被金融界看好的股票，然后耐心等待价格上涨。投资股市可能需要长时间等待，因此耐心和自控是必不可少的能力。要想成为好的投资者，心理素质比智力素质更重要。投资者只有克制感情冲动才可能有收获，他们不仅会收获更高的赢利能力，还会收获更好的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买收益水平有增长前景的股票

仅仅依靠市盈率这一项指标难以比较两个企业。假设甲、乙两个企业的股票过去几年的收益相同，预计两个企业未来四年里的收益都会翻一番。两个股票当前的市盈率都是 20 倍，行业内收益水平没有增长的同类企业预期的市盈率是 10 倍。再假设四年后投资者对于收益水平没有增长潜力的企业认可的市盈率仍然是 10 倍。四年后，甲公司赢利水平翻了一番，有理由相信甲公司四年后还会翻一番，因此甲公司的股价翻了一番，市盈率仍保持 20 倍。相反，乙公司尽管过去四年里实现了收益翻番，但赢利水平没有继续提高的潜力，因此股价没有提高，乙公司的市盈率下降到 10 倍。投资者只能投资收益持续增长的企业。如果某公司决定开发新的赢利项目，而且所在的产业很可能实现重大发展，那么这家公司未来 5～10 年的收益率可能仍然和当前的平均市盈率相当。市场并不会像你认为的那样充分认可企业的未来，因此真正有成长潜力的企业价值经常被低估。如果你在认真分析后认为某个股票的未来收益会快速增长，那么即使一开始股价偏高，这种股票终究也会发展成为市盈率很低的超值股票。

投资者都知道用数学方法准确预测股市的重要性，其实所谓的预测只是徒劳，做任何领域的预测都是不可能的，金融领域尤其不可能。真正对未来有意义的指标是一些真实的内容，例如高质量的管理、出色的营销能力、很强的竞争力、卓越的研发能力等。股票具备了这些条件，价格和利润的提高是迟早的事。

投资多元化

不要把所有鸡蛋放在一个篮子里已经成为股市的基本常识，但费雪担心的是另一种极端情况，即把鸡蛋分散放在太多的篮子里，结果却发现很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

篮子根本不适合放鸡蛋。鸡蛋太多了投资者照顾不过来。费雪很惊讶地发现有些投资者购买的股票超过了25种，他认为一个人不可能很好地关注这么多企业。投资者真正需要解决的问题是自己去寻找足够数量的真正好的投资对象，而不是在众多的股票中选来选去。费雪会拒绝那些在委托投资清单中列举过多投资对象的客户，因为投资对象过多不等于善于投资，只能说明这些人对自己没信心。

投资者需要直接或间接地与企业管理层保持接触，但是如果他同时持有几十家企业的股份就不可能做到这一点。投资过度多元化造成的不良影响比投资过度集中造成的影响更严重。有鉴于此，投资者应该牢记，投资错误是不可避免的，因此投资者应该做到足够的多元化以防止突发性的意外情况造成严重损失。不过，投资者务必要小心决策，不求最多，但求最好。在股票投资领域，持有少数几家卓越企业的股份要比持有很多企业少量股份的做法更有意义。多数人把资金投向几乎完全不了解的企业，对自己曾经深入分析过的企业的却投资不足。不去充分了解企业战略、管理和财务方面的优点和不足，就去买这样企业的股票，其危险性要大过投资集中。

费雪用步枪架为例说明了投资多元化的适度规模。两支步枪放在一起支起的架子不够稳定，五六支步枪如果摆放得当可以支起一个稳定的枪架，但50支步枪支起来的枪架的稳定性和5支步枪的稳定性是一样的。不过，枪架和股票差别还是很大的。步枪类型对枪架的稳定性影响不大，但对股票来说，股票的特点对投资多元化的效果影响极大。选择依靠管理团队的企业要比选择依靠个人管理的企业风险更小。在投资周期性企业的同时，要投资一些受商业周期影响较小的股票。把所有资金都投资于某一个产业是不明智的，但同时购买十种不同产业的十种股票就是过度多元化了。针对想投资于地位巩固的大企业(例如20世纪60年代的陶氏化学、杜邦、IBM等)的投资者，费雪的建议是至少购买五种股票，每种股票所用资金不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过20%，各公司的产品不能有交叉。如果想投资地位巩固但还没有确立领先地位的企业，费雪的建议是这类股票占总投资的8%～10%。如果投资具有良好成长潜力的小企业股份，必须有能力承受相应的投资损失，并且每种股票的比例不超过5%。

费雪不会做的事

拒绝犯过错的企业

费雪的大部分投资对象都是技术型企业，这类企业如果真正开展经营，项目失败是在所难免的。投资者只需寻找成功比例高的企业。如果企业管理队伍很好，业绩不好是暂时的。短线投资者习惯于对股票收益下降做出过度反应："就像以往一样，投资者们立刻调低对企业管理水平的评价。结果当年市盈率对这种评价做出过度反应，导致市盈率创下新低。这样的股票通常会变成真正的超值股。"①

频繁换手

费雪说过他无法预测股市短期行情。如果你认为投资组合里的某一只股票六个月后价格会下跌，所以决定现在把它卖了，六个月后再买回来，这种想法是愚蠢的。同样愚蠢的做法是你认为某个股票六个月后会涨起来于是现在准备买入。本书介绍的所有投资家都不敢说自己能够预测某一只股票六个月后的行情，但很多不怎么懂投资的人却敢说自己能行！从这些不知天高地厚的盲目自信中和大师们的智慧中我们能得到什么启示？长期投资者的业绩要好于短期投资者。

---

① Fisher. P. (1980), p. 231.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测宏观经济

根据宏观经济形势做投资决策是“愚蠢的”做法。我们目前对经济的了解程度就像中世纪炼丹术对化学的了解一样肤浅。当然，经济偶尔也会出现极端情况（比如十年一次），宏观经济预测方法能派上一点用场。金融界的人浪费大量脑细胞猜测经济前景，在这方面浪费那么多时间和精力真是太可惜了。如果这些人不去猜测经济前景或者股市前景，而是认真去寻找那些业务基础扎实、管理良好的价值被低估的股票，他们的成果要好得多。

缺乏耐心

持有某个企业的股份后，有时候需要等待相当长的时间其他投资者才能认识到该企业的价值。坚持理性投资的同时也要等待其他人回归理性。预测到股票行情会不会反弹并不难，难的是预测到什么时候开始反弹。

想“翻本”的心态

很多投资者亏损后还会继续持有股票直到“翻本”。他们可能已经不喜欢手里的股票了，却又不甘心放弃，不想承认失败，不想“割肉”。继续持有亏损股票就不必告诉别人（包括你自己）你犯了错误，你还可以说这样的损失只不过是一时的失误，但这么做不仅要面临股价继续下跌的风险，还会错过变现现有股票以投资其他股票获利的机会。投资股市要勇于承认错误，还要当机立断。

根据以往的价格波动区间判断行情

根据股票过去的价格区间做出买卖股票的决策，既没有必要，也没有意义。评价股票应该采用影响企业当前和未来绩效的因素作为评价依据。常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见的愚蠢说法有:“几年来价格一直是这么低,现在该涨了”;或者,“股票已经涨了这么多,不会再涨了”(成长股的价格可能会连续上涨很多年)。不能用分析行情数据代替分析企业本身。

投资新成立的企业

有两三年以上经营历史的企业才有可能对其经营能力进行分析。

不买高市盈率股票

只要企业有足够的成长潜力,费雪可以接受市盈率高达35倍的股票。

卖出股票

费雪对卖出股票的时机提供的建议言简意赅:能不卖就不卖,当然前提是前期已经做了正确的分析。但有时候费雪也会卖出股票,主要有两个原因:首先是投资者发现前期的分析有错误,企业的指标比预想的要差。这种情况下发现并及时纠正错误至关重要,诚实、负责的投资者会面对自己的失误并从失误中汲取教训。

企业经过一段时间发展后不再符合费雪的成长股标准

其次,企业经过一段时间发展后不再符合费雪的成长股标准。导致这种退步的原因有无数种,例如管理能力不足、高层管理者固步自封、竞争力下降等。及时发现问题非常重要。费雪提出了检验企业是否符合成长股标准的方法:从这一次商业周期顶点到下一次商业周期的顶点,每股收益的增长幅度和前两个商业周期之间的增长幅度是否相同?如果你的答案是否定的,那么就可能需要卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，还有一个原因是出现了更好的股票，也就是把现有的股票套现买其他股票。人们很容易这山望着那山高，因此必须有非常充足的理由才能这么做。你很清楚现有股票有哪些问题，但未必了解新股票的潜在风险。

费雪投资方法的困难和不足

对时间、知识、个性有要求

费雪提出的投资规则及技巧有很高的要求。聊天法需要很多时间，因为要做到善于提问，就要获取并保持足够多的财务、经济学和企业战略知识。大多数投资者都没有时间实践费雪式分析方法。即使有时间的人中间也只有一部分人具备相应的能力，或者愿意走出去想方设法寻找和企业有关的人聊天。只有真正关心企业经营的人才能说服其他人介绍企业的情况。

小人物有聊天的机会吗?

即使企业领导人愿意和投资人聊天，他们也显然不可能有足够的时间解答每个潜在投资者的问题。因此，大型投资基金经理找到企业领导谈话的机会要远远多过小投资者。

要么认真做，要么不做

不要仅凭一知半解就做出投资决策。要么全神贯注地投资，要么委托给其他有条件全神贯注投资的人。就像你需要花钱请医生、律师、会计一样，涉及投资的问题也应该请专业人士。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结论及建议

费雪的主要建议是投资者要用一切手段获取企业的信息，只能在运用全面分析方法和聊天法深入了解一个产业后再做投资决策。他强调，分析股票方法要得当，投资活动是复杂的专业化行为，非专业人士没有能力管理好自己的投资。他只建议职业投资者进行投资，而不像其他伟大的投资家那样不排除一些勤奋的业余投资者通过专门投资某个熟悉的产业取得成功的可能。投资者只有在掌握现有投资组合中每个企业的信息的基础上才能考虑增加投资组合中的股票数量，这些信息包括企业的重要活动、经营战略、管理者素质以及构成企业特点的所有其他因素。

在过去 50 年里，费雪的投资哲学对很多投资者产生了重要影响，不仅影响了成长股投资者也影响了价值投资者。费雪投资哲学包含以下几点重要内容：

- 认识到聊天法的重要性；
- 只投资于经过认真了解的少数企业；
- 寻找有优秀管理团队和强大竞争力的企业；
- 不要盲目跟随市场大多数投资者的意见——要有自己的主见；
- 关注超长时期的收益率；
- 坚持在低价位购买成长型股票；
- 不要在预测宏观经济形势和股市短期行情方面浪费时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 三 章

沃伦·巴菲特

与查理·芒格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特是伯克希尔哈撒韦公司的总裁和大股东，他以这个公司为平台在投资界取得了巨大的成功，他投资的领域极其广泛，从巧克力、家具、珠宝到报纸无所不包。2008 年巴菲特以 620 亿美元的身价位居《福布斯》财富排行榜首位。六十多年来巴菲特用高明的投资策略缔造了投资界的神话，他本人也赢得了“奥马哈先知”(“Oracle of Omaha”)、“奥马哈圣人”(“Sage of Omaha”)等称号。

查理·芒格(Charles Munger)是巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的合伙人，两人都来自美国内布拉斯加州奥马哈市。芒格在 20 世纪 70 年代到伯克希尔哈撒韦公司担任副总裁之前已经创办了一个非常成功的投资公司。两人合伙成立的投资公司在全球金融领域统治了四十多年。

从巴菲特和芒格那里可以学到这些知识：

- 关注利润长期增长的企业所具备的特点；
- 投资于由德才兼备的经理人管理的企业；
- 要把股本收益用在企业内部；
- 好的企业股票价格下跌到值得购买的价位可能需要几十年；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 投资不要过度多元化；
- 投资要警惕羊群效应，但可以利用别人的羊群效应；
- 用几十年时间专注于某个企业及其经理人通常会有回报；
- 股市以外还有一些非常好的股权投资机会。

巴菲特和芒格二人的家庭背景相似，但投资的思路却明显不同。巴菲特曾在本杰明·格雷厄姆手下工作，重视在投资分析中使用定量分析方法；芒格喜欢费雪的理念，强调通过一些典型特征寻找有竞争优势的企业。二人共事后，对股票投资的理解一拍即合，几乎达到了心有灵犀的地步。巴菲特说过他能在电话里一边打哈欠一边和查理讨论一份四页长的备忘录。他们都认同格雷厄姆的投资理念，以公司所有者的心态持有股票。他们重点分析企业而不是重点分析股票。他们共同经营着非常成功的伯克希尔哈撒韦公司，二人的能力实现了良好的互补。巴菲特常说芒格带给他很多智力财富，否则如果只按照格雷厄姆的方法投资，他会比现在穷得多。

巴菲特的童年和早期工作经历对他的投资哲学有重要影响，因此我想先介绍这部分内容，再介绍他在 20 世纪 50—60 年代与别人合伙经营投资公司的出色业绩。从 60 年代后期开始，伯克希尔哈撒韦公司成为巴菲特和芒格施展才华的主要平台，他们把一个没落的纺织企业改造成为全世界最大的企业之一的故事鼓舞人心。我们将顺着这个思路介绍他们非常成功的几个投资案例，然后详细介绍他们的投资哲学和投资评价标准。我们将提纲挈领地介绍他们对投资者的告诫——投资是很耗费时间的事，不必把时间花在关系不密切的方面，例如不要用复杂的公式去分析股票（喜欢从学术角度分析的人可能会这么做），不要预测股市短期行情（数以万计的炒股者都喜欢这么做），不要使用错误的风险评估方法（例如市场风险分析，学术界和股民都喜欢这么做）。最后，我将概括他们投资方法中的难点和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不足。

早期经历

巴菲特1930年生于美国内布拉斯加州奥马哈市，现在仍然居住在这里。父亲霍华德·巴菲特（Howard Buffett）经营一家经纪公司，后来担任了四届参议员。巴菲特年纪很小的时候就富于创业精神和创新精神，表现出对赚钱和商业的兴趣。一开始在他爷爷的杂货店工作，11岁时进入哈里斯·阿普海姆公司（Harris Upham）董事会。哈里斯·阿普海姆公司是纽约证券交易所的上市公司，和巴菲特父亲经营的经纪公司在同一幢楼里办公。巴菲特13岁就提交了第一份退税申请，理由是他正在从事报纸投递工作，自行车和手表等方面的开支可以在税前扣除。

巴菲特很早就开始了第一笔投资活动，11岁就和妹妹多丽丝（Doris）以每股38.25美元的价格共同购买了市政公司（Cities Service）的三份优先股。购买这个股票让他得到了三个重要教训，影响了他一生。第一个教训是股价下跌不必恐慌，形势不好的时候投资者应该有耐心，一定要沉得住气。市政公司的股票曾经跌至每股27美元。第二个教训是不要为了短期收益卖出股票。如果投资者相信手里的是好股票，就不要为了蝇头小利急于卖出股票。市政公司股票涨到40美元巴菲特就把股票卖掉了，结果这只股一直涨到202美元，这个价格能让巴菲特兄妹俩赚了490多美元的利润。这两个教训让巴菲特认识到长期投资好企业的重要性。第三个教训是巴菲特知道了责任的意义。妹妹把钱委托给他投资，股价下跌的时候他产生了负疚感，于是他暗下决心，只要接受别人委托投资就必须确保成功。这个心理成为他职业投资生涯的基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教育

父亲就任美国国会议员后，巴菲特随全家搬迁到华盛顿。1947 年他从伍德罗·威尔逊中学（Woodrow Wilson High School）毕业。中学时期富有创业精神的他已经积累了为数可观的资本，他的第一个投资基金就是以这笔资金为基础建立起来的。他兼职报纸投递员，同时负责五种报纸的投送业务，从此和《华盛顿邮报》（*Washington Post*）结下了不解之缘。他买进大包装的可口可乐，分拆后出售赚钱；他回收过高尔夫球，发行过赛马运动技巧的手册；他以 25 美元的价格买进一台翻新的弹珠游戏机，连同其他五台游戏机一起放在理发店里，每周从理发店收取 50 美元；他买了一部 1934 年款的劳斯莱斯轿车，以每天 35 美元的价格出租；他在内布拉斯加州买了 40 英亩的土地租给了农场主。所有这些赚钱的买卖都是他 14 岁的时候做的。

巴菲特 17 岁被宾夕法尼亚大学沃顿商学院（Wharton School of Finance at the University of Pennsylvania）录取，但他两年后发现，尽管学校培养了很多成功的投资者，然而课堂上讲的内容在真刀真枪的商业竞争中基本没有实用价值。查理·芒格认为金融课堂上讲的内容都是“胡说八道”，巴菲特也这么认为，于是他从沃顿商学院转学到内布拉斯加大学。巴菲特就是在内布拉斯加大学读到了改变他人生轨迹的一本书——本杰明·格雷厄姆的著作《聪明的投资者》。在读这本书以前，巴菲特一直在炒股，他所犯的错误和千百万普通投资者的错误一样。他看股市走势图，做技术分析，参考别人的投资指南，只有这本书让他“看到了光明”，他终于掌握了投资的基本原则。

> 查理·芒格认为金融课堂上讲的内容都是“胡说八道”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特于1950年获得经济学学士学位后离开内布拉斯加州，一开始到哈佛大学申请攻读硕士学位，但被拒绝了。这次失败对他的自信心是个打击，但塞翁失马，焉知非福，他后来申请到哥伦比亚大学商学院（Columbia Graduate Business School）读硕士，在这里遇到了格雷厄姆并成为他的学生。后来两个人形成亦师亦友的关系。巴菲特在哥伦比亚大学学习期间成绩优秀，是格雷厄姆的学生中唯一得到证券分析课程A＋成绩的学生。1951年他从哥伦比亚大学毕业，获得经济学硕士学位，同时也学到了格雷厄姆宝贵的投资理念——内在价值和安全边际。

父亲和格雷厄姆都劝巴菲特不要把投资作为谋生手段，但他认为这正是自己想要的，他想实现自己儿时就有的投资梦。他主动提出零薪酬为格雷厄姆工作，但一开始被拒绝了。格雷厄姆想优先聘用被其他金融机构歧视的年轻犹太人。巴菲特遭到格雷厄姆拒绝后到奥马哈定居，在父亲经营的经纪公司——巴菲特福尔克公司（Buffett-Falk & Co.）里担任经纪人。

政府雇员保险公司

在哥伦比亚大学读书时巴菲特得知格雷厄姆在一家名为政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，简写为GEICO）的小型保险公司担任董事，他很想知道其中的原因。1951年的一个星期六的上午，他乘火车到华盛顿想找GEICO的人了解一下情况。看门人告诉他办公室里只有一个人，就是洛里默·戴维森（Lorimer Davidson）先生。戴维森当时还是公司总裁助理，后来成为公司的首席执行官。戴维森非但没有反感巴菲特的不请自来，反而被他诚恳的态度和高明的问题所吸引，两人一下子谈了四个小时，戴维森详细介绍了保险行业的特点以及GEICO的优势。GEICO的客户都是低风险客户，所以利润很丰厚。政府雇员保险这个市场增长前景非常好，公司业务团队很精干，最重要的是现金流非常充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足，公司收了很多保险费却没有客户提出理赔要求，所以公司手头的现金可以用于投资。

这次谈话让巴菲特很受启发，他不仅知道了保险业的经营特点还了解了哪些因素能让一个企业出类拔萃。戴维森告诉他，GEICO 销售保险的方式（直销）决定了公司的成本比竞争者要低。

巴菲特一回到内布拉斯加州，就一边继续为父亲的经纪公司工作，一边与 GEICO 联系。他拿出了投资基金余额的 65%购买了总价值 10,282 美元的 GEICO 股份，他还劝说经纪公司的客户购买 GEICO 的股份，但没有多少成效。遭到拒绝并没让他感到意外，因为 20 岁的他在别人眼里只不过是个初出茅庐的瘦小伙子，看起来最多 17 岁。他成功说服了一个客户委托他投资，这个人就是他的姑妈爱丽丝（Alice）。爱丽丝是巴菲特强有力的支持者，她不仅从这笔投资中大赚了一笔，还从巴菲特后来推荐的很多投资项目中赚了钱。1952 年巴菲特以 15,259 美元的价格卖掉了 GEICO 的股份，这是一笔不错的收益，但如果他把股份持有到 20 年后，这些股份的价值有 130 万美元。这次投资让他吸取了一个重要教训：如果买了一份好股票，只要这个公司没有变坏，就不要轻易卖出股票。

巴菲特以前很害怕当众讲话，他抽时间参加了戴尔·卡内基（Dale Carnegie）的培训课程，提高了当众讲话的自信。这种自信不仅让他走上奥马哈大学晚课的讲台，还让他鼓起勇气向苏姗求婚，并在 1952 年抱得美人归。

在父亲的经纪公司工作的三年里，巴菲特和格雷厄姆多次交流投资心得，1954 年格雷厄姆终于给他提供了一个证券分析师的工作岗位。随后的两年里，巴菲特吸收了格雷厄姆的价值观和理念，儿时形成的投资责任意识上了一个新台阶。两年后格雷厄姆退休，25 岁的巴菲特回到奥马哈。这时候的他已经对格雷厄姆的投资哲学融会贯通，对自己的能力也充满信心，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过几笔成功的投资把基金规模扩大到了174,000美元。他的理想是用自己的所学大干一场，成立自己的投资公司，严格遵守诚实、守信的原则开展经营。他认为在纽约每天都要接受太多刺激，奥马哈比纽约更适于思考投资问题。如果每天都要面对小道消息、股市波动、各种股评等内容的冲击，难免受到影响。如果一个投资者忽视了真正重要的内容，对这些信息做出轻率的反应，就很可能做出疯狂的举动。

巴菲特的合伙企业

从1956年到1969年，巴菲特开了几家合伙企业，吸收合作伙伴加入他的投资基金。他希望合伙企业的投资收益在三年内超过道琼斯指数。他要求投资经理把三年作为最起码的投资期。第一家合伙企业叫作巴菲特联合公司(Buffett Associates Ltd.)，共有7位合伙人，基金规模105,000美元(其中35,000美元是姑妈爱丽丝的资金)。最后一家合伙企业叫巴菲特合伙公司(Buffett Partnership Ltd)，该合伙企业解散前有90多位合伙人，价值104,000,000美元。这样的业绩堪称惊人，公司的收益率明显高过道琼斯指数(详见表3-1)。

巴菲特怎样做到这么高的收益率呢？答案就是充分运用自己的能力、经验、知识，严格遵守投资原则。起初他主要遵循格雷厄姆的投资原则，以企业资产负债表上的净资产为参考，选择股票价值被低估并带有充足安全边际的股票。尽管他给投资伙伴赚了大笔收益，但他承诺如果基金收益不好就免收管理费。他说，如果给投资伙伴赚到的投资收益还没有银行利息多，那就没有资格收取任何费用。巴菲特只有在基金年收益达到6%时才开始收费，收费标准是25%。如果某一年基金收益没有达到6%，就一直不收费。不用说，巴菲特管理的基金还没有出现过连6%的收益都达不到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况，他始终让合伙人很满意，也让自己变成了亿万富翁。

表 3－1 巴菲特合伙公司的年度收益情况

年度	道琼斯指数增长幅度(％)	总收益增长幅度(％)	净收益增长幅度(扣除巴菲特的管理费)(％)
1957	－8.4	＋10.4	＋9.3
1958	＋38.5	＋40.9	＋32.2
1959	＋20.0	＋25.9	＋20.9
1960	－6.2	＋22.8	＋18.6
1961	＋22.4	＋45.9	＋35.9
1962	－7.6	＋13.9	＋11.9
1963	＋20.6	＋38.7	＋30.5
1964	＋18.7	＋27.8	＋22.3
1965	＋14.2	＋47.2	＋36.9
1966	－15.6	＋20.4	＋16.8
1967	＋19.0	＋35.9	＋28.4
1968	＋7.7	＋58.8	＋45.6
累计增长	＋185.7	＋2,610.6	＋1,403.5

资料来源：Letter to limited partners by Warren Buffett，22 January 1969.

1959 年巴菲特和芒格在朋友的安排下共进午餐，这次会面对双方都有深远意义。二人一见如故，从此开始了富有传奇色彩的合作生涯。最初的十多年，芒格继续在加州经营自己的投资公司，尽管有时候他们会投资同样的企业，但大部分时间还是各有各的投资内容，这期间的主要合作方式是交换意见和讨论问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合伙时期的投资情况

巴菲特投资的领域很广泛，涉及不同的行业。1961 年购买了农机制造企业戴姆斯特碾磨机械公司(Dempster Mill Manufacturing Company)的股票，1962 年买入了已经走下坡路的大型纺织企业伯克希尔哈撒韦公司的股票，同时还持有几家行业领导企业的股票，例如美国运通公司(American Express)和迪士尼公司(Disney)的股票。

美国运通公司

20 世纪 60 年代初美国运通卡在新兴的充值卡市场处于主导地位，公司有数百万客户，品牌认知度很高，但有形资产很少。1963 年运通公司成为一起恶意欺诈案的受害者。案件的始作俑者是一个不择手段的商人，他发现可以用库存的罐装色拉油为抵押物进行融资。蒙在鼓里的运通公司按照库存数量开具了收货凭证后发现这些色拉油罐下层是海水，只有表面一层是色拉油。骗局曝光后，运通公司成为最大的受害者，市值缩水一半。巴菲特抓住时机，拿出投资基金的 40%以 1,300 万美元的价格购买了运通公司 5%的股份。他确信，凭借运通公司在行业内事实上的垄断地位，这个价位购买股票有足够的安全边际。尽管用格雷厄姆的净资产标准衡量这个投资并没有安全边际，但巴菲特相信自己对运通公司未来的估计(事实证明是正确的)。

> 有意思的是巴菲特并没有遵循“不要把鸡蛋放进一个篮子里”的原则

有意思的是巴菲特并没有遵循“不要把鸡蛋放进一个篮子里”的原则，投资 GEICO 的时候用了基金的 65%，这次又义无返顾地用了 40%的基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资美国运通。

迪士尼公司

巴菲特从1966年开始关注迪士尼公司的股票，当时迪士尼的市值是9,000万美元。巴菲特认为迪士尼是很好的投资对象，特许经营资源丰富，1965年公司毛利达到2,100万美元，公司持有的一大批影片库是无价的财富，每年现金收入超过债务支出。他注意到“加勒比海盗”项目以1,700万美元的价格进入迪士尼乐园，因此以五倍的价格购买迪士尼的游乐项目简直太超值了，让他兴奋不已。巴菲特投巨资购买了迪士尼公司的股票，1967年转手时每股利润率达到55%。1995年他用首府—美国广播公司（Capital Cities/ABC Inc.）的股票交换迪士尼公司股票，再次投资迪士尼。巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司1995年的股东报告中公开责备自己1967年的股票卖得太急了，因为在1967—1995年间，迪士尼公司的股票增长了138倍。尽管巴菲特不断检讨自己（他精于此道），我们还是要记住，他也会卖出手里的股票套现以购买其他股票获得巨额收益。不过本例的确可以作为急于卖出股票的反面教材，也可以作为超长期持有股票的例证。

牛市中的忧虑

20世纪60年代，尽管巴菲特出色的业绩让合作伙伴眉开眼笑，但他本人对美国股市的担心却与日俱增。在越战需求的刺激下，美国出现了大牛市，包括施乐（Xerox）、雅芳（Avon）、宝丽来（Polariod）在内的大多数热门股的市盈率普遍达到了50～100倍的水平，股市岌岌可危。巴菲特专注于长期赢利能力的投资哲学，坚持不买过高市盈率的股票的态度，让他显得不合时宜，甚至看起来就像一个落伍的保守分子。

1967年，他对美国的牛市愈发担忧，他不得不写信给合伙人说：“实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上我已经跟不上形势了……我不会放弃我所熟悉的老方法……即使可能因此错过显而易见的赚钱的好机会也在所不惜。我不会用自己还不是很懂而且没有经过实践检验的方法去投资，否则很可能造成不可挽回的重大损失。”①

合伙公司的解散

在巴菲特写这封信后的20个月里，公司赢利水平进一步提高，1968年的利润率达到59%，公司价值1.04亿美元。尽管如此，1969年5月公司还是解散了。每个合伙人都有三种选择(如图3－1所示)。巴菲特和其他几个合伙人选择继续持有伯克希尔哈撒韦公司的股份。巴菲特在合伙公司的股份价值2,500万美元，兑换成伯克希尔哈撒韦公司股票后，他的股份占29%，他被任命为公司董事长。进入不惑之年的巴菲特已经是千万富翁，他完全有理由赋闲在家享清福。但是他喜欢投资的快乐，他说简直“就像天天在跳踢踏舞”。正如他的老搭档芒格所说，他一到办公室就来了精神，他说投资就像跳踢踏舞，那可不是说说而已。

巴菲特继续从事他的投资事业。1973—1974年股市崩盘期间，他以明显低于账面价值的价格增持了伯克希尔哈撒韦公司的股份，累计达到43%。



图3－1 巴菲特的合伙人在合伙公司解散时所面临的选择

① Buffett. W. E. (1967) Letter to Buffett Partnership partners.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔哈撒韦公司

该公司登记时的主营业务是纺织品生产。巴菲特和公司管理者竭尽所能让公司扭亏增盈，但纺织品行业的颓势让他们无力回天。公司的产品中规中矩，难以和国外使用廉价劳动力的商品竞争。公司要继续经营就要投入大量资金，但很难取得理想的效益。巴菲特认为公司的资金应该用来投资前景更好的其他业务。GEICO 的成功案例让他把目光瞄准了保险业。

投资保险业

1967 年，访问 GEICO 的经历让巴菲特决心投入 860 万美元进入保险市场，他买入了国民保险公司（National Indemnity Capital）和火灾海上保险公司（Fire and Marine Insurance Company）两家公司的股票。巴菲特知道保险公司最吸引人的地方就是浮存金（float）。保险公司每售出一份保单，其收入就作为浮存金，发生索赔时从浮存金中支取一部分用于理赔。显而易见，如果承保人工作没有失误，没有承担额外风险，浮存金就可以用来投资获利。1967 年，伯克希尔哈撒韦公司的浮存金达到 1,730 万美元；42 年后的 2009 年，该公司的浮存金规模已达到 620 亿美元。

巴菲特认为，只要保险业务能够保本，浮存金就可以用作投资基金。保本的意思是保险费收入等于支付给被保险人的理赔金和公司的经营费用。他知道保险业务有很大的不稳定性，有时候会赢利，有时候则会遭受严重损失。他物色了合适人选并提出了这样一条经营原则：如果狂热的竞争对手提出了很低的保险费率，只要他们认为这样的保费收入不能弥补各项开支，就可以拒绝受理这项业务。

多年来伯克希尔哈撒韦公司的保险业务开展得十分出色，为巴菲特及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的投资经理提供了“免费”的投资资金(见表3-2)。如果保险费收入扣除保险理赔金和管理费后的盈余部分大于这笔资金从其他渠道融资的成本(例如略高于美国政府10年期国债利率的资金借入成本),这笔盈余资金就是“免费”资金。巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司工作的四十余年里大部分时间都有“免费”资金可以使用。他说,他在投资分析时“可能从来没有充分认识到浮存金的价值……也没有分析这些免费资金对公司投资业绩的影响。人们只知道关注公司的资产,却很少注意我们的负债情况,而查理和我都很注意负债情况。企业形成这种业务模式并非偶然”[①]。

保险业务的浮存金以及其他经营活动产生的资金用于开展三类投资业务:

- 持有大型上市公司的少量股份;
- 持有保险公司股份;
- 购买管理水平良好和特许经营资源丰富的非上市企业。

表3-2 保险浮存金的成本

	(1)业务亏损(百万美元)	(2)平均浮存金(百万美元)	资金成本(1)/(2)	政府债券的年终利率
1967	赢利	17.3	负值	5.50%
1968	赢利	19.9	负值	5.90%
1969	赢利	23.4	负值	6.79%
1970	0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	赢利	52.5	负值	5.81%
1972	赢利	69.5	负值	5.82%
1973	赢利	73.3	负值	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%

① *Financial Times*, 11 May 1996, p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	(1)业务亏损（百万美元）	(2)平均浮存金（百万美元）	资金成本 (1)/(2)	政府债券的年终利率
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	赢利	102.6	负值	7.30%
1977	赢利	139.0	负值	7.97%
1978	赢利	190.4	负值	8.93%
1979	赢利	227.3	负值	10.08%
1980	赢利	237.0	负值	11.94%
1981	赢利	228.4	负值	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%
1991	119.59	1,895.0	6.31%	7.40%
1992	108.96	2,290.4	4.76%	7.39%
1993	赢利	2,624.7	负值	6.35%
1994	赢利	3,056.6	负值	7.88%
1995	赢利	3,607.2	负值	5.95%
1996	赢利	6,702.0	负值	6.64%
1997	赢利	7,093.1	负值	5.92%
1998	赢利	22,762.0	负值	4.57%
1999	1400.00	25,298.0	5.53%	6.20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	(1)业务亏损（百万美元）	(2)平均浮存金（百万美元）	资金成本 (1)/(2)	政府债券的年终利率
2000	1,715.00	27,871.0	6.15%	5.19%
2001	4,067.00	35,508.0	11.45%	5.7%
2002	411.00	41,224.0	1.00%	4.8%
2003	赢利	44,220.0	负值	5.0%
2004	赢利	46,094.0	负值	4.8%
2005	赢利	49,287.0	负值	4.6%
2006	赢利	50,887.0	负值	4.8%
2007	赢利	58,698.0	负值	4.5%
2008	赢利	58,488.0	负值	3.1%
2009	赢利	61,911.0	负值	3.8%

注：2001—2008 年政府债券利息摘自 Barclays Capital Equity Gilt Study 2009，2009 年数据摘自 *Economist*。
资料来源：根据伯克希尔哈撒韦公司多份总裁股东报告综合而成。

华盛顿报业公司

1973 年以 106 万美元购买的华盛顿报业公司（WPC）10%的股份（后来由于股份回购的原因比例提高至 18.2%）是早期伯克希尔哈撒韦公司持有少量上市公司股份的典型例子。当时股市普遍忽视华盛顿报业公司的内在价值，巴菲特却认识到了。他认为这是一家特许经营资源很丰富的公司，除了拥有《华盛顿邮报》外，还有《新闻周刊》杂志和五家广播电台和电视台。该公司的品牌知名度高，顾客群体异常稳定，提高价格不太可能降低销量。巴菲特按照导师格雷厄姆的方法，断定这家公司的价格低于价值，但他跳出了格雷厄姆用现有资产衡量价值的框框，认真分析了公司的前景和管理能力。他发现华盛顿报业公司的市场价值被严重低估，公司未来潜力极大，主要体现在：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数证券分析师、传媒业的经纪人、传媒业的高级经理人都能和我们一样估算出华盛顿报业公司的内在价值在4亿～5亿美元之间。当时公司1亿美元的股票市值是众所周知的公开信息，但我们的优势在于投资理念：格雷厄姆告诉我们，投资的关键是等到一个好企业价格下跌到明显低于企业价值的时候再出手。20世纪70年代初期大多数机构投资者都认为企业价值和股票的合理价位之间没有多少联系。这种观点在今天看来有些匪夷所思，但在当时，机构投资者只知道对名牌商学院讲授的时髦理论奉若神明：股票市场是完全有效的市场，因此计算企业的价值对投资活动没有意义，连想都不要想。（我们真该好好感谢那些学者们，在智力竞赛中，无论是桥牌、象棋还是选股票，还有什么能比面对一群懒得动脑筋的对手赢得更痛快呢？）1973—1974年度，华盛顿报业公司经营良好，公司的内在价值继续攀升。尽管如此，1974年底我们持有的华盛顿报业公司股票的价格再次下跌了25%，股票市值从1,060万美元下跌到800万美元。深不可测的股市把一年前我们认为已经见底的股票又向下打压了一次，每股价格比每股内在价值还要低20多个百分点。结果就不必多说了，华盛顿报业公司的首席执行官凯·格雷厄姆（Kay Graham）有胆有识，趁行情有利大举回购公司股票，并且凭借管理才能大幅度提升了公司价值。到这时候投资者才开始认识到该公司非比寻常的经济实力，股票价格开始逐渐回归真实价值。这次投资让我们一举三得：华盛顿报业公司的价值上升；股票回购导致每股价值以更快的速度上升；伴随着股价回归真实价值，股票价格上涨的幅度超过了每股收益的上升幅度。[①]

---

① Buffett, W. E. (1985) Letter to shareholders included with the 1985 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010年，伯克希尔哈撒韦公司持有的华盛顿报业公司的股票价值达到6亿美元，相比1,060万美元的原始投资，上涨了惊人的57倍。尽管如此，这只股票在伯克希尔哈撒韦公司持有的大量普通股中只是小投资，规模还不够列入表3-3。巴菲特还投资了其他一些家喻户晓的企业，取得了很好的业绩。例如投资可口可乐公司收益达到8倍，宝洁公司(起初持有吉列公司股份，后被宝洁收购)9倍多。美国运通、浦项制铁、比亚迪(中国一家生产电池和汽车的企业)都实现了大幅增长。巴菲特经常检讨说自己也像别人一样犯错误，但他的整体投资业绩还是令人钦佩的。

表3-3 截至2009年12月31日伯克希尔哈撒韦公司持有的大额普通股

股票数量	所持有的公司名称	占公司总持股比例(%)	持股成本	股票市值
			单位:百万美元	
151,610,700	美国运通	12.7	1,287	6,143
225,000,000	比亚迪	9.9	232	1,986
200,000,000	可口可乐	8.6	1,299	11,400
37,711,330	康菲石油	2.5	2,741	1,926
28,530,467	强生	1.0	1,724	1,838
130,272,500	卡夫食品	8.8	4,330	3,541
3,947,554	浦项制铁	5.2	768	2,092
83,128,411	宝洁	2.9	533	5,040
25,108,967	赛诺菲制药	1.9	2,027	1,979
11,262,000	瑞士再保险	3.2	773	530
234,247,373	乐购	3.0	1,367	1,620
76,633,426	美国合众银行	4.0	2,371	1,725
39,037,142	沃尔玛百货	1.0	1,893	2,087
334,235,585	富国银行	6.5	7,394	9,021
其他公司			6,680	8,636
流通股市值合计:			34,646	59,034

资料来源:2009年董事长致伯克希尔哈撒韦公司股东的信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重访 GEICO

1951 年帮助巴菲特认识到保险业价值的洛里默·戴维森，从 1952 年巴菲特卖掉 GEICO 的股票起一直担任公司首席执行官，直至 1970 年退休，这期间 GEICO 业绩斐然。戴维森之后的新管理团队实施了大举扩张计划，但遗憾的是，他们进入了不熟悉的业务领域和高风险的险种，导致了业务质量下降，再加上公司为吸引客户付出了高额成本，因此公司亏损严重，以至于在 1975 年公司几近破产。虽然公司没有关门，但已是苦苦支撑，1976 年股价从 61 美元暴跌至 2 美元。

这一切直到任命了 43 岁的约翰·伯恩(John Byrne)担任首席执行官后才得以改观。巴菲特登门拜访伯恩，和他谈了四个小时，就像他第一次去见戴维森的情形一样。伯恩说巴菲特向他提出了各种问题，但主要还是询问他的打算以及公司起死回生的可能性。经过这次谈话，巴菲特对伯恩和 GEICO 充满了信心。他认为，伯恩的经营战略和领导才能能够拯救 GEICO，只要公司成功改组，就能够继续在保险市场成功经营。GEICO 的麻烦是临时的，并非无药可救。他打了一个比方，伯恩好比是孵化场的管理员，在小鸡孵化箱里出现一枚鸵鸟蛋后，他说："这就是我们的问题。"他的计划是压缩成本，筹措资金，回归 GEICO 原有的业务和客户管理标准。

巴菲特在 GEICO 股价只有 2 美元多一点的时候买入该公司股票。他购买了 410 万股份和 194 万美元的可转换优先股，并在两年后转换为普通股。截至 1980 年年底，伯克希尔哈撒韦公司累计买入了 GEICO 720 万份价值 4,700 万美元的股票，持股比例达到 33%。事实很快证明巴菲特对 GEICO 的信心是有道理的，1980 年年底该公司持有的 GEICO 股票市值达到 10,530 万美元。巴菲特在 1980 年伯克希尔哈撒韦公司股东报告中指出，GEICO 有两个特点正是长期投资者所寻找的：(1)非常重要、非常难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效仿的商业优势——与数百万政府雇员保持联系并且成本较低；(2)公司管理能力出众，能够满足资本增值的要求。他把1976年GEICO的危机和美国运通公司的色拉油危机相提并论，强调这两次危机的主体都是很有特色的企业，只不过受到了临时的打击，但业务基础并没有遭受破坏。两家公司所患的只是“可以切除的局部肿瘤”，还没有达到需要彻底转型的地步(巴菲特称之为重塑)。巴菲特认为一次“高水平的外科手术”就可以解决局部肿瘤问题，并且他相信自己已经找到了合适人选。

14年后的1994年，伯克希尔哈撒韦公司持有的GEICO股份的市值达到了16.78亿美元，巴菲特甚至想持有该公司的全部股份。他认为投资于熟悉的、成功的企业要比寻找新的投资机会更有道理。他说，如果一个企业值得买一次，那么就值得买多次。在这种思想指导下，巴菲特1995年增持了GEICO的全部股票，市值达到46亿美元。3年后的1998年，他斥资220亿美元购买了通用再保险公司(General Re)的股份，到今天还在不断购买保险公司的股份。收购保险公司意味着他有更多的浮存金用来投资，从而产生更多利润。

持有非上市公司的股份

巴菲特对非上市公司的股票也很感兴趣，他把伯克希尔哈撒韦公司的部分资金用于购买价格低于内在价值以及特许经营资源丰富的管理能力出众的企业。这类企业遍布各行各业，例如布法罗新闻公司(Buffalo News，报业)、希斯糖果店(See’s Candy Shop，经营巧克力及点心)、内布拉斯加家居城(Nebraska Furniture Mart，NFM)、斯科特·菲茨公司(The Scott Fetzer，多种设备制造及分销企业)，鞋类生产及零售企业、珠宝店、DQ公司(Dairy Queen)、飞安国际公司(Flight Safety International)、奈特喷气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

飞机公司(NetJets)等。

巴菲特想让伯克希尔哈撒韦公司以出资人的身份投资其他企业，然后选择管理业绩让他满意的经理人负责管理。在经营方面他基本上是“放手”，他和搭档芒格关心的主要是企业资金和投资决策问题。此外他们还有两个职责。一是任命企业的主要负责人，但企业创始人一般都愿意担任这个角色，所以他们要做的并不多，实际上巴菲特和芒格只会收购管理团队很优秀的企业，他们无须再过问管理问题。二是鼓励企业负责人。巴菲特旗下所有企业的经理如果有话要说，都可以随时给他打电话。有些人会打，有些人不打，即使不常打电话他也不会介意。他还在伯克希尔哈撒韦公司年度股东报告中大加赞扬这些经理人。

希斯糖果店

希斯糖果店很好地代表了巴菲特投资的风格——喜欢管理卓越、市场定位良好、增长潜力良好、不需要大笔资金注入的企业。希斯糖果店主要在美国西部地区生产、经营盒装巧克力，产品质量一流。1972 年公司对外出售的报价是 4,000 万美元，库存现金 1,000 万美元，也就是公司的实际售价是 3,000 万美元。起初是蓝筹印花公司(Blue Chip Stamps)收购了希斯糖果店的股份，当时蓝筹印花是伯克希尔哈撒韦公司的子公司，芒格也持有该公司的股份，[①]但当时巴菲特和芒格还没有成立合伙企业，只是在积极筹备这件事。当时他们的投资哲学还没有完全成形，受到格雷厄姆思想的影响，对投资购买其他企业的特许经营资源还不够大胆。当时希斯糖果店的有形净资产只有 700 万美元，因此他们只愿意出价 2,500 万美元购买，幸运的是对方竟然同意了。

随后的 20 年里，希斯糖果店的税前利润从 420 万美元增长到 4,240 万

---

① 巴菲特通过伯克希尔哈撒韦公司及其他控股公司拥有蓝筹印花公司的控股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。这是不错的业绩,但你还要了解一下实现这么大幅度的利润增长用了多少营运资金。起初是 700 万美元,后来 20 年里跃升到 2,500 万美元,因此尽管利润增长了 10 倍资金需求却只增加了 4 倍。资金占有率降低,企业才有能力给股东分配更多红利。在这 20 年里,希斯糖果店累计向股东分红达到 4,100 万美元。相比很多其他需要大量资金注入分红水平却较低的工业企业,投资希斯糖果店的效益实在太好了。希斯糖果店持续赢利,从该公司被收购到 2007 年累计实现税前利润 13.5 亿美元,这些利润的相当一部分都用于其他投资项目了。

巴菲特和芒格向来关注资本收益,希斯糖果店就是典型的例子。假设有一家钢铁企业,年赢利 420 万美元,但资金周转量是 4,000 万美元。传统的投资者可能认为钢铁企业比希斯糖果店更有投资价值,因为公司的资产后盾更为强大——资产负债表上的金额更大(假设利润相同)。钢铁企业要用 4 亿美元营运资金实现 4,200 万美元的利润,而希斯糖果店只需要7,000 万美元资金就实现了同样的利润。钢铁企业使用了 3.6 亿万美元的资金用于投资厂房和设备,而希斯糖果店只需要 6,300 万美元。希斯糖果店能比钢铁企业向股东多提供 2.97 亿美元的流动资金用于投资。巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司 2007 年的股东报告中说,收益持续增长但基本上不需要资金注入的企业是非常好的投资对象,微软和谷歌就是这样的企业。

收购希斯糖果店后,巴菲特任命了他非常信任的查克·辛吉斯(Chuck Higgins)担任公司负责人。辛吉斯没有辜负他的信任,在后来的 30 年里希斯糖果店的规模和利润一直保持增长势态,如表 3-4 所示。

有必要强调一点,希斯糖果店的利润来自良好的管理,这期间店铺数量和糖果销量都没有大幅增长,但辛吉斯压缩了成本,提高了价格,这样才有上表中利润的大幅增长。他立足于公司的优势,开发有特色的产品,品牌认知度很高。正如巴菲特所概括的那样:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－4 希斯糖果店数据[①]

时间	营业收入（百万美元）	税后利润（百万美元）	糖果的销量（百万磅）	店铺数量
2007 年 12 月 31 日	383	53.3	31	约 200
1982 年 12 月 31 日	123.7	12.7	24.2	202
1973 年 12 月 31 日	35.1	2.1	17.8	169

希斯糖果店有很多很明显的优势。在公司的主要市场美国西部地区，产品的优势明显超过其他品牌。我们认为即使面对价格相差两三倍的产品，客户仍然会选择我们的巧克力。（无论糖果市场还是股票市场，你支付的是价格，得到的是价值。）我们店铺的服务水平和产品一样出色，我们全国各地的店铺都是直营店，没有加盟店。快乐、服务、人性化不仅印在产品包装盒上，也真正代表产品质量。我们聘用了 2,000 多名临时工，在行业内是不小的成绩。查克·辛吉斯带领同事们向顾客提供的服务质量在同等规模的企业中没有对手。[②]

相反，很多零售企业都为了维持竞争地位苦苦支撑。它们缺乏经济上的特许经营资源，因此对定价没有多少影响力；竞争者比较容易进入市场并夺走大批顾客；供货商也经常占据着强势的地位。

其他行业的企业有自己的特点，即使偶尔犯错也能经营下去

① Munger, C. T. and Koeppel, D. A. (1982) 1982 Annual Report of Blue Chip Stamps, p. 34.

② Buffett, W. E. (1983) Letter to shareholders included with the 1983 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特对投资零售业一向抱有谨慎态度，除非投资对象完全符合他的标准。零售店很容易受到“流星现象”的影响，即管理者想到一个好点子或者开发出一个新配方，企业就会兴旺一阵，而随着竞争者的效仿，这种兴旺就会消失。零售业的问题是必须每天都要很小心，因为竞争者很容易效仿他们的模式并且做得更好。总会有新商家出现抢夺顾客。零售业和其他行业的差别很明显，零售业是不能偷懒的行业，其他行业不必每天都很小心，企业有自己的特点，即使偶尔犯错也能经营下去。例如，如果你拥有米老鼠、白雪公主、可口可乐、吉列等特许经营资源，即使有一段时间经营不善，但这些特许经营资源还在。巴菲特和芒格把零售业称为“每天都要小心翼翼的行业”。

尽管态度谨慎，巴菲特和芒格还是找到了“合适的”零售企业，其中有希斯糖果店、鞋类连锁店、珠宝店，还有他们最青睐的企业——内布拉斯加家居城 NFM。这家企业凭什么成为他们的最爱？

内布拉斯加家居城

内布拉斯加家居城是内布拉斯加州奥马哈市的一家经营家具及室内装饰品的企业，由布朗金（Blumkin）家族创办并经营至今。1983 年，NFM 一个 20 万平方英尺*的店面就实现了 1 亿美元的销售收入。公司管理的全部重心就是为客户创造非凡的价值，并在家居行业内尽可能扩张。巴菲特在评估是否该购买这家企业时，自问有没有必要和这种资本充裕、人才济济的企业去竞争。在他看来，NFM 是全美国最好的企业之一，他宁可与棕熊摔跤也不愿意与布朗金女士和她的家族去竞争。NFM 的管理效率惊人，有强大的批量采购能力，并且故意将毛利水平控制在行业平均水平的一半。这样的企业是理想的投资对象。

---

* 约合 18,580 平方米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司创始人罗斯·布朗金女士被人们亲切地称为 B 太太，公司在她的精心管理下逐渐树立了物有所值和品质优良的口碑，吸引了方圆数百英里的顾客前来购买。NFM 的管理能力是吸引巴菲特的主要原因。巴菲特坚持认为长期合作的伙伴必须人品非常好才行，B 太太和她的家族就是这样的人。巴菲特非常信任布朗金家族，收购企业时根本没有审计、盘点库存、财产审核等事项："我们给她一张 5,500 万美元的支票，她给我们她的承诺。这是公平交易。"[1]

巴菲特收购的并不是企业的有形资产，对他来说更重要、更有价值的是人。如果一开始就信任他们，就可以把企业的未来交给他们。企业的成功来自经理人的素质，如果对他们的人品有怀疑，就不要和他们打交道，信任是第一位的。对 B 太太和她的家族根本没必要怀疑，有关她经营能力和道德水准的口碑无人能及。她的座右铭是：货真价实。

B 太太的故事

B 太太是个传奇人物，也是美国梦的样板。大约在第一次世界大战以后，她 23 岁时找了个借口从俄国逃到美国，她不会说英语，也没有接受过正规教育，一开始靠卖旧衣物谋生。1937 年她积攒了 500 美元，开了一家家具店，这就是内布拉斯加家居城。1983 年伯克希尔哈撒韦公司以 5,500 万美元的价格收购了这家企业。1983 年 B 太太已经年届 90，尽管儿子路易(Louie)已是公司总裁，三个孙子也都足以胜任管理工作，但她仍然不愿退休，每周工作七天。巴菲特由衷钦佩这家人的人品，他说："(1)他们全都以极大的热情工作，让本杰明·富兰克林、阿尔杰(Horatio Alger)这样的美国艰苦创业的典范都相形见绌。(2)以极其务实的态度专注于自身专长，在

---

[1] Buffett, W. E. (1984) Letter to shareholders included with the 1984 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业领域内果断地做事。(3)进入其他行业的诱惑再大也会拒绝。(4)以非常得体的方式和人打交道,而且言出必行。”[①]专注于所擅长的领域,用得体的方式做事,正是巴菲特和芒格寻找的特质,我们会反复看到这个特点。

B太太在NFM凭借着“争分夺秒才能卖得更好”的工作态度工作到96岁才退休。退休后不甘寂寞的她重新创办了一家经营地毯和家具的企业,仍然每周工作七天。三年后,99岁的她才同意把企业和土地卖给NFM,但是仍然要求企业按照她的方式经营地毯业务。她100岁的时候仍然坚持每周工作七天的习惯。

为B太太这样的管理人才提供资金并留住人才绝对是巴菲特和他的搭档芒格的根本目的。正因为他们聘请、任命了高素质的管理人员,他们才能放手管理,并且能够放心使用这些人。

查理·芒格

芒格1924年出生于奥马哈市,比巴菲特年长几岁。他和巴菲特都有美国中西部人的特点,做事脚踏实地,即使成为亿万富翁后仍然不改本色。芒格曾在巴菲特祖父的杂货店里工作。芒格曾半开玩笑地说,杂货店是很好的商业入门培训班,因为作为一个小伙子你必须非常努力地工作才能做上轻松的工作。你知道没有工作的种种坏处后,就学会了知足常乐。他父亲是位律师,但他在密歇根大学学习的是数学和物理。二战打断了他的大学生活,他参加了美国陆军航空部队,驻扎在阿拉斯加,当了一名气象兵。战后,尽管他还没有拿到本科学位,仍然被他爸爸的母校哈佛大学法学院录取,1948年毕业。

1965年以前他一直从事不动产律师职业,后来决定专门从事投资。这

---

① 同前注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候他已经认识了巴菲特，二人从一开始就相处融洽，并经常讨论投资项目。巴菲特告诉芒格投资比当律师更赚钱，巴菲特说："我告诉他律师作为一种爱好还不错，但做投资更好。"[①]尽管芒格的名气在很大程度上是因为巴菲特的投资合伙人的身份，但他自己在加州的投资公司也是很成功的。他的投资组合仅有为数很少的几种证券，都是他所熟悉的，这意味他的投资绩效不确定性很大。他选择价格明显低于企业价值的股票。芒格的合伙企业1962—1975年间的年均复合收益率为19.8%，约是市场平均水平的四倍。

20世纪60年代和70年代，芒格和巴菲特频繁见面探讨投资问题，有时候他们会买同一只股票，但直到1978年芒格才正式加入巴菲特的投资公司担任伯克希尔哈撒韦公司的副总裁。

今天的芒格已是亿万富翁，但和巴菲特一样不愿意炫富，甚至堪称节俭。他为人勤勉、坚韧，非常缺乏幽默感，有时候甚至迟钝得有些粗鲁。他对自己的才能和智慧非常得意，完全知道这些才能有多特别。他说，从来没有人说他简朴，尽管他很渴望简朴的生活，但自认为还没有完全做到。他不和那些满口现代投资组合的学院派交往，管他们叫书呆子，在他看来，大多数银行分析师也是书呆子。

芒格和巴菲特的能力是互补的

芒格和巴菲特的能力是互补的。他们都是诚信经营理念的忠实拥护者，都强烈反对不正当交易。他们认为取得这些成就靠的是高超的见识、良好的战略和强有力的纪律，他们都认可导师本杰明·格雷厄姆的投资理念，

① Buffett, W. E. (1984) "The Superinvestors of Graham-and-Doddille," transcript in *Hermes*, Magazine of Columbia Business School, Autumn. Reprinted in the reprinted version of Benjamin Graham's *The Intelligent Investor*(1973).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即从企业所有者的角度投资股票，要通过持股的质量获得收益而不是靠短线交易赚钱。

格雷厄姆的投资哲学主要建立在有形资产的基础上。他对投资很谨慎，要求企业有足够的内在价值和稳定性支撑才投资。他也关注赢利前景，但必须有量化的资产支撑，还要有足够的安全边际。巴菲特和芒格逐渐放弃了这些苛刻的限制，开始关注赢利前景看起来不错的公司。

用格雷厄姆的投资标准分析有些公司的资产净值、内在稳定性、持续赢利的历史等指标，可以认为这些公司是理想的投资对象，但在全球竞争的时代这些公司的境况不容乐观。美国的制造业在人工成本和生产成本方面与国外无法竞争。此前巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司那里就发现了这些现象。这家曾经辉煌的纺织企业，后来不得不依靠注入大批资金来维持赢利，这些资金完全可以用于其他投资项目。巴菲特发现很多符合格雷厄姆投资标准的超值企业实际上是衰退行业里的平庸企业，而且前景不可预测。

在芒格的影响下，巴菲特放弃了严格坚持格雷厄姆投资哲学的做法，开始重视定性分析指标，如赢利前景、经理人素质等。表 3－3 所列的企业没有几个符合格雷厄姆的投资标准，可口可乐、宝洁、华盛顿报业公司这些企业的净资产都达不到格雷厄姆的标准，因此都不算好的投资对象。

巴菲特在谈及思维的转变时提到了英国经济学大师约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keyens)，他认为凯恩斯为他的难题提供了答案：

> 35 年前我的思维方式发生了一次大的转变，那时候老师告诉我要关注有形资产，不要用经济前景测算企业价值。这种偏见让我犯了很多错误，错失了很多好股票，尽管损失的佣金并不多。凯恩斯的话提醒了我："难的并不是接受新观念，而是摆脱旧思维的影响。"可是我对旧思维摆脱得太晚了，部分原因是老师所教的知识太重要了(而且将来仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然重要)。终于有一天,直接的和间接的从业经验让我开始重点投资有良好的商誉、有形资产比例不高的企业。[1]

受费雪投资理念影响的芒格和巴菲特开始重点关注具有可持续竞争优势的优质企业,经济效益突出、赢利能力持续增长、股价的安全边际较高、管理能力出色的企业。他们的目标不是购买价格低廉的业绩平平的企业,而是以合理的价格购买卓越的企业。

经营哲学

巴菲特、芒格二人经过多年的学习(大部分是自学)和实践经验,共同形成了非常成功的投资哲学。他们认识到成功的投资者必须学会分析企业。很多所谓的投资者把时间用在分析股市行情上,试图找出新行情的出现时间和方式,或者试图通过分析数字、图表预测出未来趋势。而巴菲特和芒格认为,用所谓的"专业投资者"形容很多基金经理本身就是自相矛盾,因为这些人根本不是分析企业未来会怎样做,而是分析其他基金经理明天会怎样做。他们把股票当成了游戏的筹码,就像《大富翁》中的棋子一样。

巴菲特和芒格认真了解他们关注的企业,就像自己是企业所有者一样。他们了解企业和管理团队的运作方式、日常活动、行业的总体状况,只会选择这些指标让他们满意的企业。巴菲特认为关于投资最重要的一句话就是格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中写的那句话:"会像企业家那样思考的人才是最聪明的投资者。"

---

① Buffett, W. E. (1983) Letter to shareholders included with the 1983 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从企业所有者的角度思考

巴菲特和芒格考虑购买股票的时候，会把目标企业看成他们的家族拥有的唯一企业，会从企业分析师的角度分析全部股票，而不是从市场分析师或证券分析师的角度分析。他们想象自己刚刚继承了家族的遗产，这是家族唯一的遗产。这样有些问题就自然而然地出现了：我们有哪些竞争对手？我担心的是什么？顾客是谁？怎样保持企业的增长？回答这些问题的办法就是走出去，和熟悉该企业的人聊天，这些人有顾客、竞争对手、经理人、供应商等。要分析自己企业相对于其他企业的优缺点。

成功的分析离不开辛勤的工作，股票分析不是碰运气。投资者既要聪明也要训练有素，不仅要花时间研究目标公司的报告，而且要分析行业内的其他企业，还要实地调查相关行业的情况。当年巴菲特想投资 GEICO 的时候，曾在图书馆里花了很多时间研究保险业的数据，阅读保险方面的书籍，找保险业的专家和经理人交谈。在分析美国运通公司时，他坐在他最喜欢的牛排店里观察使用运通卡结算的顾客。在分析迪士尼公司股票的时候，他亲自到电影院观察人们对电影《欢乐满人间》(*Mary Poppins*)的反应。如果你也能这么做，那么你也能以合适的价格买到好股票。买了股票后就是持有股票，只要公司情况没有变坏就不要卖出股票。

投资的标准

好企业的标准是什么呢？好企业应该是你所了解的企业，是经过认真分析后认为有可持续的竞争优势的企业，是拥有高素质的德才兼备的经理人的企业；是股价合理但不过高的企业。对投资者眼光影响最大的因素是投资者要了解目标企业，做到这点并不需要多高的智商，只需要给予企业足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够的关注。巴菲特说过，他和芒格如果投资了不好的企业也无法获得好的收益，股票换来换去也难以获得长期成功。他们对自称为投资者却频繁更换投资组合的人不屑一顾，就像他们瞧不起把一夜情当爱情的人一样。

图 3-2 列出了巴菲特和芒格的投资标准。他们用图中所列的标准计算企业的内在价值，用于和股票价格进行比较，然后确定股票的安全边际——价值和价格之间的差距够不够大。

万无一失的企业

巴菲特最喜欢的企业是他所说的“万无一失的企业”。这类企业的效率很高，在业内处于主导地位，在可预见的未来都会保持现在的状况；这类企业通常不会发生重大变化，因此可以预测未来收益。产业复杂多变的企业通常很难保持主导地位。哪些企业是万无一失的企业呢？

可口可乐公司就是一个例子。该公司成立于 1886 年，1893 年申请了专利，公司快速成长并主导了市场，自此以后可口可乐在饮料市场的领导地位持续至今。公司 1919 年上市，当时每股价格 40 美元。1919 年以 40 美元买入一股可口可乐股票，如果持有到今天，都能变成百万富翁。1938 年的《财富》杂志说，现在再买可口可乐公司股票已经太迟了，因为市场饱和与竞争让公司失去了发展潜力。这句话是个巨大的错误，可口可乐公司年复一年地从一个成功走向另一个成功，直到今天可口可乐公司的战略和运营在行业内仍有举足轻重的影响。

分析不同类型的“万无一失的企业”的市场前景可能要采用不同的方法，但只要这些企业拥有重要的资产和良好的管理团队，企业的竞争优势能够给新来的竞争者造成巨大的进入壁垒，那么这些企业在市场中的主导地位就是毋庸置疑的。企业经理人应具备与时俱进的能力，必要的时候进行创新，保持高效率，保证企业的领先地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

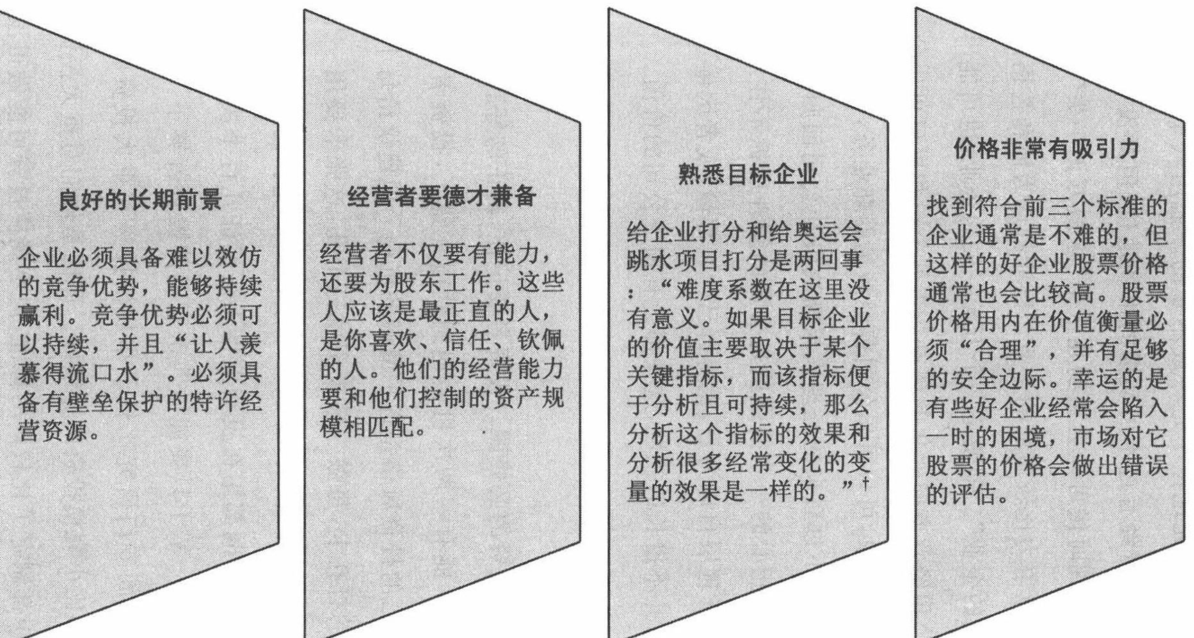


图 3-2 巴菲特和芒格的投资标准

†Buffett, W. E. (1994) Letter to shareholders included with the 1994 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshire hathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业在市场上的领先地位不是一成不变的。通用汽车公司、IBM 公司、柯达公司历史上都曾经有过不可动摇的市场地位，但都没有保持下来。寻找万无一失的企业到时候可能会遇到几十个“貌似万无一失”的企业，也就是看起来强大但竞争力比较脆弱的企业。巴菲特认为他和芒格最多能管理 20 家“万无一失的企业”。即便是一个万无一失的企业，也可能出现经理人忽视主业导致公司经营方向变化的现象。吉列公司和可口可乐公司都曾出现过过度多元化的现象，可口可乐公司曾经涉足养虾业务，吉列公司曾经进入石油开采行业，只不过后来的经理人果断决策让公司回归传统主营业务。巴菲特和芒格最担心的一个问题就是公司的管理层抓不住工作重点。他们经常看到企业管理层自以为是，觉得自己什么都懂，或者厌倦了现有行业想尝试一下自己并不擅长的领域，这些都会有损于公司的价值。

打孔卡和只打好球

看准股票绝对是投资的必修课。投资者要记住，真正的好股票不多，而且不会经常出现，一年能有一两次机会遇到就很不错了，投资者要抓住机会。巴菲特认为自己的投资风格是近乎慵懒的沉稳。他建议给每个投资者发一张能用 20 次的打孔卡，每做一笔投资就打个孔，这张卡要用一生。如果这张卡只用来记录最好的投资，那么一辈子都用不完。巴菲特和芒格认为，即使把一辈子所有时间都用在投资上也无法保证几百个决策都是正确的，所以他们认为自己一辈子只要能做几次正确的投资就够了。巴菲特在经营投资合伙企业期间专门研究比较了小规模投资和重大投资收益的差异，发现重大投资都比小规模投资的业绩好。原因是他们对重大投资审核、批评意见、相关知识都制定了比较高的标准，但小规模投资可能做得没有这么规范。在做投资的时候，“差不多”是不行的，投资者对投资决策必须有绝对的信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特喜欢用棒球来打比方

独立投资者相对专业投资者有个优势，就是他们不必天天做投资，他们可以等待时机。巴菲特喜欢用棒球来打比方说明投资的学问。私人投资者不受三次击球的限制，可以站在击球区等到最好的投球。他们可以忽视数十家甚至数百家企业，只等最好的时机再出手。投资者要等待最好的时机，只打好球，不要眉毛胡子一把抓。

能力圈

每个投资者都要熟知能力圈的概念。任何人都不可能研究、熟悉众多的企业和产业。投资者必须认识到这一点，要以自己所能了解的范围为限，确定一个适合自己能力的投资范围。对于圈内的企业，要分析其是否满足图 3 - 2 所给出的标准，能力圈以外的企业则根本不必关注。投资者不必在意能力圈的大小，重要的是大小是否合适。你必须知道自己的优势是什么。了解自身的局限就有可能比那些能力圈子更大但并不清楚自身优势的投资者做得更好。当然，不断学习扩大能力圈是好想法，但这个过程需要很长时间、很多经验。

了解自身能力的大小能够帮你避免做出不知深浅的决定。芒格说，我们永远都要通过光明正大的手段赚钱，不要通过神神秘秘的东西赚钱。不要总想着做聪明人，只要记住永远不做傻事就够了。他喜欢说，淹死的都是会游泳的。

敢说自己能够告诉你股市上每个企业价值的人对自己能力的认识严重脱离实际。连巴菲特和芒格都做不到的事，谁能做到呢？熟悉一个企业意味着了解这个企业，企业在你的投资能力圈内，熟悉不等于随意，而是意味着信心和赢利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免复杂化

巴菲特和芒格按照自己的方式关注他们了解的企业。尽管积累了丰富的经验，仍然强调投资的对象要简单、稳定。他们说自己的才能还不足以估算复杂的企业或者变化无常的企业的价值。他们不去投资科技股完全是因为太复杂，尽管这意味着他们可能错失了大好的投资机会，例如错过微软、英特尔这样的企业，但他们能够确保在能力范围内做事，并在他们熟悉的领域找到理想的投资对象。

安全边际和内在价值

巴菲特和芒格都认为格雷厄姆的安全边际原则是他们取得成功的基石。他们对价格仅仅略低于价值的股票不感兴趣。

内在价值是指在资产生命周期内能够获得的现金的贴现值。计算债券的内在价值比较容易，因为债券通常都有固定的利息和赎回期限。尽管债券也存在债务人无力支付利息的可能，但一般来说计算债券的价值非常简单。

计算股票的内在价值的难度要大得多，因为需要评估一些定性指标，如管理层的能力、企业的竞争优势等。分析师的任务是做这种计算，并找出现价和评估价值差异最大的股票。不同的分析师面对同一个企业会计算出不同的内在价值，因为评估过程涉及个人对某些因素的判断，例如估计未来现金流量。尽管内在价值的概念有些模糊的色彩，但巴菲特和芒格认为分析投资项目和企业的内在价值是评估投资对象吸引力的唯一合乎常理的方法。

现金流量

一流商学院和职业培训机构培训出来的金融分析师认为，贴现现金流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量能够确定股票的价值，巴菲特和芒格认同这个看法，但不认同他们的计算方法。尽管巴菲特本人喜欢数学，但他和芒格不会采用繁复的现金流量预测方法和数学分析方法，但学院派和很多专业人士喜欢用长篇累牍的复杂的计算方法。在1996年的伯克希尔哈撒韦公司的股东大会上，芒格说他们使用简单实用的计算方法。芒格说他的搭档总提到贴现现金流量但从来没有看他计算过一次。对此巴菲特自我解嘲说，有些事要私下里做。他们在计算某家企业的价值时，只要求有个大概的数就满意了，不会纠缠在没完没了的统计数字里面，免得只见树木，不见森林。如果公司的价值不能高得让你惊讶，这说明公司价值太接近股价，你应该放弃这家公司。

由于完全了解企业，巴菲特认为没必要提高评估标准以提高安全边际，他用现有的零风险利率（就是美国政府长期国库券利率）作为贴现率，因为他相信自己的判断，没必要提高安全系数。

巴菲特计算的“现金流量”叫作所有者利润，其定义为：(a＋b)－(c＋d)

其中：

a＝报表利润

b＝折旧、损耗、待摊费用以及其他非现金形式的费用

c＝企业为保持长期竞争优势和产能所做的固定资产投资，例如厂房、设备等。

d＝企业为保持长期竞争优势和产能所增加的营运资金

c 和 d 两项只能猜测，因此所有者利润做不到精确，但巴菲特认同凯恩斯的说法，宁要模棱两可的正确，也不要一清二楚的错误。

很多企业为了保持长期竞争力和产能，c 和 d 项的开支超过了 b 项，即(c＋d)＞b，导致所有者利润减少。

很多人计算的现金流量和巴菲特计算的不同，他们计算了 a 和 b 项，但没有考虑 c 和 d 项的影响，隐含的意思是他们认为企业永远不需要注入新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资本，也不需要任何翻新、改造、改良等活动，这导致了他们的数据没有实际意义，因为 c 和 d 项对企业的前景至关重要，没有这方面的支出，企业就会衰败。

斯科特・菲茨公司

斯科特・菲茨公司就是用所有者利润计算公司内在价值的例子，如表 3－5 所示。该公司是一家由 22 个企业组成的大型企业集团，其中包括世界图书公司（World Books）和科比公司（Kirby），1986 年伯克希尔哈撒韦公司以 31,520 万美元的价格收购了这家公司，当时公司的账面价值是17,240 万美元。

表 3－5 斯科特・菲茨公司 1986 年度的所有者利润

		千美元
a	按照通用会计准则计算的 1986 年的利润	40,231
加 b	折旧、损耗、待摊费用以及其他非现金形式的费用	8,301
		48,532
减		
c 和 d	企业为保持长期竞争优势和产能所做的固定资产投资、营运资金投资	8,301
		40,231

巴菲特和芒格的判断标准是 b 项等于 c 项与 d 项之和。伯克希尔哈撒韦公司的大多数投资项目都采用这个方法，但并不是所有。20 世纪 80 年代后期，巴菲特计算出希斯糖果公司 c 项和 d 项年度开支比 b 项高了 100 万美元，但他认为为了保持公司的竞争力这方面的开支是必要的。

表 3－6 给出了斯科特・菲茨公司被收购后九年间的利润情况。如果能够假设这几年里所有者利润等于报表利润，因为 b 项等于（c＋d），那么当估计公司价值的时候，第二栏中的数字（1994 年后还要加上预计的利润）就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以被用来贴现。

很显然,无论用10%、15%还是20%作为贴现率计算公司价值,31,520万美元的收购价值都是超值的。

表3-6 斯科特·菲茨公司1986—1994年的业绩指标

年 度	(1)期初账面价值	(2)利润(百万美元)	(3)红利(百万美元)	(4)期末账面价值(1+2-3)
1986	172.6	40.3	125.0	87.9
1987	87.9	48.6	41.0	95.5
1988	95.5	58.0	35.0	118.5
1989	118.5	58.5	71.5	105.5
1990	105.5	61.3	33.5	133.3
1991	133.3	61.4	74.0	120.7
1992	120.7	70.5	80.0	111.2
1993	111.2	77.5	98.0	90.7
1994	90.7	79.3	76.0	94.0

斯科特·菲茨公司被收购的时候还有些未分配利润,因此尽管公司1986年的利润只有4,300万美元,却向伯克希尔哈撒韦公司支付了12,500万美元的红利,这让伯克希尔哈撒韦公司的真实收购成本远低于所支付的价格。斯科特·菲茨公司持续利用这种利润分配方式,不断降低资本占用规模,将负债压缩到几乎可以忽略的地步。公司并没有采用任何人为的扩充现金规模的手段,例如出售后回租、销售应收账款等。1994年公司资产收益率达到了非常高的水平,假如该公司被列入1993年的《财富》500强,如果不算破产重组的三家企业的话,该公司将是500强中净资产收益率最高的。

寻找类似斯科特·菲茨公司这种有很高所有者利润却需要很少资本注入的企业曾经是巴菲特和芒格的擅长。1970—1985年间,伯克希尔哈撒韦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司旗下的三家企业内布拉斯加家居城、希斯糖果店、布法罗晚报（Buffalo Evening News）的税前利润从800万美元增长到7,200万美元，但资金需求只增加了4,000万美元。巴菲特和芒格可以把这些利润用于开展其他投资。相比之下，美国大多数企业提高利润水平通常都伴随着大幅度增加的资金需求。巴菲特估计，美国企业每提高1美元税前利润，平均需要增加5美元资金。如果按照这个比例计算以上三家企业的资金需求，那么将需要股东提供3亿美元的资金，而不是区区4,000万美元。

因此，最适合长期持股的企业是资金需求逐渐增长但赢利水平大幅度提高的企业，最糟糕的企业是赢利水平很低，资金需求却越来越高的企业。当然，价格合理的资金需求缓慢增长的企业很难遇到。

理想的企业

巴菲特和芒格建议投资者全面认真分析每个可能的投资对象，不要沉溺在没完没了的财务报告和数据中（尽管一些财务分析是必要的），要实地调查，和所有对投资对象有一定了解的人当面交流。

他们理想的投资对象是拥有很多优质特许经营资源的企业，例如可口可乐、吉列、迪士尼、希斯糖果店。特许经营资源越独特，企业对价格的控制力就越大，就可以在不提高资本需求的前提下扩大销量。让人信得过的有很高知名度的品牌是极具价值的资产，能够保持客户的忠诚，能够让公司获得有利的价格，还能对竞争者形成公开的市场进入障碍。

特许经营资源

可口可乐公司是说明这个问题的好例子。尽管可口可乐的竞争对手使出了各种手段，但可口可乐的品牌地位依然不可动摇。顾客购买的是可口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可乐，不是汽水，可口可乐的神秘配方让人们喜爱了一百多年。迪士尼的特许经营资源也是独一无二的，他们能用现有的影片资料库生产制作各种影片和相关产品，却不必支付额外费用。巧克力生产企业也能从品牌认知度方面获益。“如果你拥有希斯糖果店，你对着墙上的镜子说，‘镜子镜子告诉我，今年秋季我该如何给巧克力定价?’，镜子说，‘你可以定得更高些’，那么这就是一个好企业。”[①]吉百利巧克力的售价总能比竞争产品高一些。如果顾客到一家糖果店买吉百利巧克力，店老板说吉百利巧克力脱销了，但店里还有无品牌的巧克力建议他买一些，顾客通常会扭头就走，到另一家店去买吉百利；或者如果在吉百利和无品牌巧克力之间选择，顾客愿意多花一点钱买吉百利，你就知道特许经营资源的价值了。吉列公司是可以把产品卖到更高价格的又一个例子。在全球数以亿计的剃须刀片市场中，吉列公司的销量占30%，销售额却占60%。

壁垒

构成理想投资对象的另一个要素是“壁垒”，也就是限制竞争对手进入市场的各种障碍。壁垒有很多形式，最重要的是经理人出色的日常管理能力，或者企业创造的产品特色让对手难以模仿或者对手需要大笔资金才能开发出仿制品或替代产品，抑或是企业高度关注产品改进和创新，高度重视吸引和留住顾客。例如，富国银行和客户形成的密切合作关系让竞争者很难插足。

顺风顺水

早期的伯克希尔哈撒韦纺织品公司是一家典型的不能承受任何管理失

---

① Rasmmussen, J. (1994) “Billionaire Talks Strategy With Students,” *Omaha World-Herald*, 2 January, p. 175.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误的企业。尽管投资者尽了全力，经理人也很不错，但业绩始终没有起色。选择股票，所在行业的发展势头是关键，选择了可口可乐、华盛顿报业这样的企业，就相当于选择了顺风顺水的船，反之则是逆风逆水行船。

经理人的素质

经理人的态度和能力也是至关重要的内容。经理人应该爱岗敬业，把所管理的企业当成自己的企业。他们应该把企业的长期发展和股东利益放在心中，而不是只考虑在一年内取得好业绩。伯克希尔哈撒韦公司的经理人都已经很富有，但他们仍然以极大的热情工作。他们喜欢成功所带来的巨大喜悦，不像那些为了薪酬和奖金工作的职员，更像为了公司长期繁荣而努力奋斗的所有者。

“放手”的态度

巴菲特和芒格很喜欢以“放手”的心态对待经理人，认为这是让经理人充分施展才能的最好方式。他们认为股市分析会、季度报告会这类活动只是在浪费高层经理人的时间，因此他们拒绝出席一切“仪式性的和非生产性的活动”。巴菲特和芒格不会告诉经理人怎样安排时间，每一位经理人都有安排自己工作计划的自由。他们只会要求经理人坚持几个原则：(1)把自己当作企业唯一的股东；(2)把企业假想成你的家族在这个世界上拥有的唯一财产；(3)至少一个世纪内不能出售企业或者并入其他企业。这三条原则帮助经理人从长远的角度经营企业。

他们还告诫经理人，做决策的时候不要受会计因素的丝毫影响。太多的高管因为急于向市场证明自己的短期业绩而做出了很糟糕的长期决策。巴菲特和芒格用一个简单实用的办法杜绝了这种游戏。他们要求经理人多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想重要的事，少想数字方面的事。他们选人的标准（只选他们喜欢、信任、钦佩的人）和放手用人的能力为伯克希尔哈撒韦公司带来了丰厚的回报。

制度性强制力

巴菲特担心的一个问题是制度性强制力，即那些导致企业偏离理性决策、行为得体和明辨是非的力量。

> 起初我认为做事得体、有才干、有经验的经理人会自然而然做出理性决策，但时间久了我发现情况不是这样。实际上，当理性决策遭遇制度性强制力，理性决策往往会屈从于这种强制力。例如：
>
> 1）组织行为似乎也符合牛顿的惯性定律，在组织中任何想改变现状的行为都可能受到某种力量的抵制。
>
> 2）就像你有多少时间就有多少工作需要你做一样，企业有多少资金就会提出多大的项目或者并购方案。
>
> 3）只要企业领导人热衷于业绩，无论他的想法多愚蠢，就会有吹鼓手立刻为他提供详尽的投资收益分析和战略方案。
>
> 4）企业的任何行为，无论是扩张、并购还是高管的薪酬方案，都会被类似企业照抄照搬。①

遗憾的是，业绩平庸的高管仍然留在高位的现象太多了。企业高管要为企业的业绩向董事会负责，但董事们通常不懂经营，他们能够当上董事是因为认识某些关键人物或熟悉企业的游戏规则，所以不能向高管问责。在很多企业中人们很难接受批评高管的做法。有意思的是，高管们在批评其

---

① Buffett, W. E. (1989) Letter to shareholders included with the 1989 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他人的时候，比如批评打字员的失误，却没有表现出同样的顾忌。

行为得体与正派的人

很显然，配备合适的管理团队是经营企业至关重要的内容之一，巴菲特和芒格寻找的是行为得体、为人正派的经理人。他们喜欢说，选经理人要用选女婿或选儿媳一样的标准。经理人最坏的品质是不够诚实。如果你为一个单位物色人选，这个人必须具备三种素质：正派、才能、干劲。必须强调，如果没有第一条只有后两条，这样的人会害死你。正如巴菲特所说，如果你找到的人不够正派，最好让他们什么都不做。一个单位的一把手决定了单位的风格，因此一把手必须为人正派，能够以身作则为单位里的每个人做出表率。

账务做手脚

会计工作需要诚实，但会计领域经常出现对财务数字做手脚的事。很多会计人员和审计人员按照经理人的意图做账，而不是坚持会计准则。有则笑话对财务做手脚的现象刻画得一针见血：一位首席执行官问会计 2 加 2 等于几，会计反问道："您想让它等于几？"

把平凡的事做得不平凡

企业管理的本质要求是让企业上下所有员工在平凡的日常工作岗位上做出不平凡的业绩。经理人不必热衷于那些非比寻常的、新颖的或者很神秘的事，而应该围绕明确的重心做好日常工作。有些管理团队能够把日常工作做得不平凡，正如巴菲特在评价富国银行的卡尔·理查德（Carl Reichardt）和保罗·黑曾（Paul Hazen）以及首府—美国广播公司的汤姆·墨菲（Tom Murphy）和丹·伯克（Dan Burke）时所说的那样：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，两家企业的两对管理搭档的能力都超过了个人能力之和，因为他们互相了解、信任、钦佩。其次，这两家企业的管理团队给有能力的人提供了很好的薪酬，但同时强烈反对人浮于事。第三，两家企业即使利润达到了历史最好水平也仍然像经营困难时期一样大力压缩成本。第四，两家企业的两组高管都坚持原则，根据能力做决策而不是根据个人喜好做决策。[①]

营业利润与所有者权益之比

评估企业经营状况的一个好方法是计算营业利润与所有者权益之比。1989 年巴菲特在报告中说，在伯克希尔哈撒韦公司的非保险业务方面，公司管理团队为每 1 美元的所有者权益赚取了 57 美分的利润，这是个惊人的业绩。很多企业只报告每股收益，不报告每 1 美元所有者权益的收益。每股收益很容易误导人，因为只要把未分配利润作为股本注入企业就可以提高每股收益，这只不过说明企业资金比较宽裕。如果把本来可以作为红利分配给股东的资金留在企业，那么这些资金必须能够创造出和自身金额相当的价值（最好达到两三倍）。

成本控制

成本控制也是企业经理人必须做好的内容。必须坚持不懈地寻求压缩成本的方法。花钱大手大脚的企业管理费通常在不断上涨。相反，节俭经营的企业，即使运营成本已经低于竞争者，仍然经常能找到进一步压缩成本的办法。巴菲特和芒格在伯克希尔哈撒韦公司实行了非常节俭和紧缩的成本控制政策，公司管理层职员只有 19 人，管理着这家有 25 万职工、市值达

---

① Buffett, W. E. (1990) Letter to shareholders included with the 1990 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2,000 亿美元的企业。

巴菲特和芒格在伯克希尔哈撒韦公司实行了非常节俭和紧缩的成本控制政策

他们认为，对于经营绩效和总部管理关系不密切的大多数单位来说，总部收取管理费的必要性很值得怀疑。如果总部管理费用达到总收入的10%，这意味着总部向每个生产经营单位收取了10%的税，这会影响企业的利润水平。

经验的价值

经验是无价的，只要对经理人的能力没有怀疑，巴菲特和芒格都乐于让他们为企业工作，并且不受年龄限制。

> 我们不会仅仅因为年龄的原因就让一位高水准的经理人离开工作岗位，无论是传统的65岁退休的年龄，还是1988年在犹太人光明节那天达到95岁高龄的B太太，都是一样。高水平的经理人可遇而不可求，我们不会因为他们生日蛋糕上的蜡烛比别人多一些就不用他们。不过，我们对新来的MBA印象就不是很好。他们的学习成绩非常好，但只会空谈，缺乏对企业的使命感，缺乏实际工作经验。教小狗学会老把戏也很难。[①]

新人必须熟悉企业工作的门道并且证明自己具备巴菲特很看重的素质：作风正派、行为得体。

---

① Buffett, W. E. (1988) Letter to shareholders included with the 1988 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本运作

企业所有者和经理人的职责是以最佳方式运作好企业的资本,但以最佳的方式运作企业资本谈何容易。遗憾的是,非常多的企业经理人要么不想以最佳的方式运作企业资本,要么不懂该怎样去做。

航空业就是资本运作效率不好的一个例子。如果从世界第一个航空公司小鹰航空公司(Kitty Hawk)算起,全球所有航空公司的利润汇总起来的数字小于零。投资者经常面临增发新股的问题,但通常这些资金都没有用好。很不幸的是,航空业正是产品无差异、运力过剩的行业,顾客对价格的敏感超过了对公司的忠诚。顾客很容易从现有的其他航空公司或新的航空公司那里满足需求。

> 产能明显过剩,产品"货品化"(即产品在顾客比较关心的性能、外观、服务等方面没有差异)的行业很可能就是赢利水平不高的行业……如果产品的成本和价格由充分竞争的市场决定,那么产能难免过剩,顾客不在意产品是谁生产的、谁经销的,因此这个行业的经济效益就不会有多好,甚至完全可能是灾难性的。于是,每家经销商都坚持不懈地创造、强化产品和服务的品质和特色。这种做法在糖果行业比较有效(顾客按照品牌购买,不会上来就说来一块2盎司的巧克力),但在制糖产业就不行了(你什么时候听说过顾客点了一杯咖啡后要求加某某品牌的糖?),很多行业产品差异化根本没有实际意义。少数几家竞争者只要成本有优势而且可以持续,那么就很容易一直这样下去。从理论上说,这样的企业并不多见,很多行业甚至根本找不到这样的企业。如果有大量的企业经营"货品化"的产品,企业的经济效益就会普遍下滑:产能过剩和无序的价格竞争会导致利润水平很低。当然,产能过剩问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能有时候会自动解决，例如产业供给萎缩或者需求增长。遗憾的是，对市场竞争者来说，这样的修复过程往往来得太晚。出现市场修复后，商业景气回归常引发新一轮的扩张热情，用不了几年就会再次出现产能过剩和无利润的经营环境。换句话说，没有什么比成功更失败了。最终决定这类行业长期赢利水平的是好年景和坏年景的数量对比。实际情况是大多数年景都是不容乐观的。（纺织品行业几年前那一次供应趋紧仅仅维持了大半天。）①

纺织业资本运作的败笔

巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司做了几次扭亏增盈的尝试都失败了，1964 年他断定是公司的资本运作有问题。当时，公司最大的竞争对手伯灵顿纺织公司(Burlington Industries)的规模和赢利能力都要大得多，销售额达到 12 亿美元，而伯克希尔哈撒韦公司只有 5,000 万美元。伯灵顿公司决定投入巨资继续从事纺织业，20 年里累计投入 30 亿美元资本，相当于每股 200 美元。遗憾的是，由于纺织行业衰落和通货膨胀等原因，20 年后伯灵顿公司股票每股的购买力只相当于 1964 年的 1/3。

这种毁灭性的局面说明了把大量人力和精力用在错误领域的后果，也恰好印证了英国文学家塞缪尔·约翰逊(Samuel Johnson)的那句话："能从一数到十的马是一匹了不起的马，但不是一位了不起的数学家。"同样，善于在行业内运作资本的纺织企业仍然是纺织企业，并不是一个优秀的企业。我亲身经历的事件和我亲眼看到的事实告诉我，一个企业（用投资收益衡量的）管理业绩记录好不好主要取决于选择了

① Buffett, W. E. (1982) Letter to shareholders included with the 1982 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么领域而不是在这个领域内做得多努力(尽管无论该领域好不好,努力工作都很重要)。几年前我说过:"如果优秀的管理团队遇到糟糕的产业环境,碰壁的永远是前者。"今天我仍然坚持这个观点。如果发现自己上了一条慢慢漏水的船,与其花时间和精力修补漏洞,不如花时间和精力找条新船。①

股票回购

企业资金可用来回购股票。如果股票的价格低于内在价值,那么利用企业自有资金或合理筹措的资金回购股票对股东是有利的。回购股票可以让股东从两个方面受益:一是回购提高了股票的内在价值,二是管理层向股东和外界释放了积极信号,说明企业正处于良好的发展轨道上,管理层没有因为好大喜功而牺牲股东利益。

并购

管理层在企业并购活动中要谨慎决策。并购活动应该有利于提高出资企业的内在价值。企业通过并购获得的资源有重要意义,被收购的企业的经理人应该愿意关心所有者的利益(股东利益)并为所有者的利益工作。下面列举一些不合理的并购动机:

- 兴奋:经理人热衷于特殊业绩,喜欢接受挑战,或者喜欢吸引媒体注意。
- 组织规模:经理人希望通过组织规模证明业绩,或者追求非理性扩张。
- 过于自信:经理人对自己的能力充满信心,认为自己有能力创造奇

① Buffett, W. E. (1985) Letter to shareholders included with the 1985 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迹，能够改变被收购企业的赢利能力。

- 关注短期收益：经理人只关心企业的每股收益不被稀释，不在乎企业的内在价值是不是被稀释。

规避投资陷阱

根据巴菲特和芒格的经验，投资者要注意规避一些投资陷阱。不要过于依赖股市短期行情预测，好运气可能眷顾你一次，但从长期看，根据短期预测进行短线操作并不能让你获利。经常关注宏观经济形势预测也没有多少意义。短期经济形势对长期持股战略的影响有限，因为股票的长期收益取决于企业未来几十年的赢利能力，与这期间的宏观经济波动没有关系。

投资者不要浪费时间研究一些学院派和分析师推荐的复杂的数学公式，不要碰方程式。信息和知识很重要，投资者要花时间了解你的投资目标。

缺乏耐心是投资者的坏习惯。投资者如果找不到理性的投资目标就必须耐心等待时机。有很多年巴菲特和芒格没做重大投资，因为用他们的高标准找不到理想的投资目标。同样，持股也要有耐心。如果投资前做了正确的调查，公司经营状况良好，未来完全有可能创造良好的业绩，那么尽管持股过程中出现行情波动，也要耐心持股。缺乏耐心而仓促决策可能让你悔不当初。

思想独立是重要的财富。投资者既不要随波逐流也不要被所谓的专家误导，当然，如果犯了错也要勇于面对事实。投资者要及时反思错误，吸取教训。投资者用了一套理性分析方法做过分析以后，最重要的就是坚持自己的看法。

好高骛远可能造成投资失误。巴菲特和芒格预期的投资年收益都没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过15%。追求更高收益意味着承担更多风险，频繁交易会导致很多利润被交易手续费吃掉，对投资是不利的。

投资过度多元化会致使投资者不能充分了解投资对象，投资数目应该以投资者能够做到全面分析和了解的企业数为限。1999年和2000年，伯克希尔哈撒韦公司70%的投资资金都投在了四只股票上，因为巴菲特和芒格觉得他们不可能以低廉的价格买到自己并不真正了解的股票。

巴菲特和芒格论投资风险

巴菲特和芒格主张投资者不要承担不必要的风险，下面的话反映了他们的思想：

我们认为，真正需要投资者评估的风险，是投资项目在可以预计的持有期内的全部税后所得(含出售投资产品的收入)，是否不低于投资本金的购买力与同期的基本利息之和。尽管不可能完全精确地计算这种风险，但有些情况下可以在一定程度上做出估算。与这种风险评估关系密切的主要因素包括：

1)评估企业长期经营特点的可能性。

2)评估管理者发挥企业全部潜力以及合理使用企业现金流的可能性。

3)评估企业管理者将企业收益变成股东利益而不是变成管理层个人利益的可能性。

4)收购该企业的价格。

5)了解与投资项目有关的税率和通货膨胀率，评估税率和通胀率对计算投资总收益实际购买力的影响。

这些方法的内涵非常模糊，可能让很多分析师感到惊讶，因为从现有任何一种数据库中都找不到这些指标。这些指标难以量化不等于不重要，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不等于这个问题无法解决。美国大法官斯图尔特(Justice Stewart)发现无法用具体的标准对“淫秽”指控进行检验，但他说：看一眼就知道是不是了。同样，投资者也可以采用这种不是很精确却很实用的检验方法，无须参考方程式或者历史数据，只要“看看”投资的内在风险就可以。

判断可口可乐公司、吉列公司的长期经营风险是否明显低于某个电脑生产企业或零售商真的很难吗？在全球范围内可口可乐公司占有44%的市场份额，吉列公司占有60%以上的市场份额(以价值计算)，更不用说箭牌(Wrigley)在口香糖市场的主导地位。我知道没有企业能像这些企业那样在全球范围内长期享有优势地位。

另外，近年来可口可乐公司和吉列公司都在全球范围内扩大了市场份额。品牌的号召力、产品的特色、分销渠道的优势构成了巨大的竞争优势，在经营领域内建立了保护性的壁垒。正如彼得·林奇(Peter Lynch)所指出的，凡是经营货品化产品的公司的股票都应该贴上警告标签：“竞争有害身体健康。”

即使最平庸的评论者也看得出来可口可乐公司或吉列公司的竞争优势，但他们股票的市场风险和很多只有微弱优势或没有任何优势的平庸企业面临的市场风险是一样的。我们能据此认为可口可乐公司和吉利公司的竞争优势在企业风险评估中没有任何意义吗？我们能据此认为持有某个企业股票的风险和这个企业长期经营的风险没有多少关系吗？我们认为这两个问题都是没有道理的，把投资风险等同于市场风险也是没有道理的。

理论界认为股票的市场风险无法通过选择不同的股票进行化解，例如投资于只经营宠物玩具或呼啦圈的企业和投资于只生产《大富翁》游戏棋或芭比娃娃的企业，市场风险是一样的。但普通的投资者只要认真了解消费行为，深入分析影响企业长期竞争优势或劣势的原因，仍然能够区别投资不同企业的风险。显然，任何投资者都可能犯错误，但如果专注于少数的、易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于了解的投资对象，那些具备一定才能、信息，能够勤奋努力的普通人对投资风险的判断也能达到一定的准确程度。[①]

难点和不足

巴菲特和芒格的投资哲学说起来容易，但用好并不容易。了解一个企业及其竞争环境需要大量的时间和深厚的知识基础，不仅要精通战略分析方法，还要懂得会计和金融知识。此外，普通的投资者要了解一个经理人的特点难免会遇到困难。巴菲特和芒格可以拿起电话就拨通企业高管的电话，但普通投资者可能就做不到了。不过，最起码我们可以参加年度股东大会，听取高管的报告，股东大会正式会议结束后有和高管一对一交流的机会，这也很有用。如果几年里连续跟踪一个企业及其管理层的公告，就能了解企业的政策连续性、企业的开放态度和务实精神。

显然，巴菲特和芒格理论的追随者必须缩小目标企业和行业的范围，然后有针对性地深入研究，只有这样才能形成自己的能力圈，最后培养出具有一定实战意义的能力。

结论

沃伦·巴菲特和查尔斯·芒格都已年届八旬，但是思维仍然像以前一样敏锐。如果你想亲自了解他们经过岁月的增长是怎样积累了如此多的智慧和见识，可以买几份伯克希尔哈撒韦公司的股票，然后去内布拉斯加州奥马哈参加公司的年度股东大会，会上他们会在六个小时的时间里用他们渊

---

① Buffett, W. E. (1993) Letter to shareholders included with the 1993 Annual Report of Berkshire Hathaway Inc. www.berkshirehathaway.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博的知识回答股东的问题。我参加了2010年的股东大会,我认为这是最好的交流方式,令我受益匪浅。

> 沃伦·巴菲特和查理·芒格都已年界八旬,但思维仍然像以前一样敏锐

我们应该从巴菲特和芒格毕生的投资经验中学些什么呢?

- 要分析企业,不要分析股票,不要购买你不了解的企业的股票。要给自己界定一个非常清晰的能力圈,圈子的边界不能模糊。
- 你所寻找的好企业不仅要有高质量的长期特许经营资源,还要有高素质的管理团队。
- 股本收益对任何投资决策都很重要。
- 根据贴现现金流量计算企业的内在价值,确保所支付的价格明显低于内在价值,而且提供了足够的安全边际。所有者利润决定了你能够支配的现金数量。
- 如果能以很好的价格买到万无一失的企业的股票那就太好了。
- 频繁交易不利于财富积累——不要忘了打孔卡方法和完美击球理论。
- 以下因素不能作为股票买卖的依据:对股市行情的短期预测,对宏观经济形势的预测,带变量的数学公式,你已经失去了耐心。
- 远离羊群效应,野心不要太大,不要过度多元化。
- 只要企业能够持续以合理的速度提高内在价值就不要卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 四 章

约翰·坦普尔顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·坦普尔顿(John Templeton)是公认的全球价值投资的先驱。70年来,他在世界各地股市寻找优质的廉价股票。尽管大多数的美国同行都不热衷于海外股市,他却在海外股市中大肆淘金,例如他20世纪50年代在冷冷清清的日本股市和20世纪90年代在低迷的韩国股市都购买了大量的市盈率低至3倍的股票。要想寻找优质廉价的股票,到多个国家的股市去是一个好办法,而且伴随着投资多元化程度的提高,投资的安全性也得到了提高。

下面结合例子说明全球价值投资的主要内容。从1968年到1974年的六年里,只投资美国本土股市的基金公司经理平均亏损50%,而坦普尔顿的国际投资基金却赚得盆满钵满。从1954年坦普尔顿成长基金(Templeton Growth Fund)成立到1992年坦普尔顿从一线管理岗位退下来,该公司1万美元的基金增值到200万美元,年均增长14.5%。如果同等规模的基金只投资于美国股市只能赚到55万美元,年均增长10.85%。

跟坦普尔顿可以学到下列投资方法:

• 重视海外证券市场。美国本国的股市可能在几年甚至几十年内处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价高估状态，因此到拥有全球90%以上上市公司的海外股票市场去寻找价值低估的股票是很有必要的。

- 怎样长期持有股票。
- 如何超越他人智慧，在股市上进行逆向投资。
- 重视分析一国的社会、经济、政治环境。
- 工作和生活方面的指导原则。

约翰爵士(1987年约翰·坦普尔顿被授予爵士爵位)是一位自信内敛、温文尔雅、信念坚定的人，即使在成为亿万富豪后，他仍然认为精神世界无比重要。他把大量的资金和时间用于在全世界范围内开展科学、宗教、人类等重大问题的研究。尽管他聪明绝顶却从不卖弄，一贯保持内敛和谦恭得体的作风，他对基督教保持着坚定的信仰。

他为我们留下了投资方面的众多警句格言，下面列举最著名的几条，可以一窥他的高超智慧。

> 牛市，在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在安乐中死亡。[1]
>
> 最悲观的时刻就是买入的时刻，最乐观的时刻就是卖出的时刻。[2]

我们首先介绍坦普尔顿早年生活对他投资哲学的影响，然后再介绍他担任投资咨询顾问和共同基金经理的经历。他创办的坦普尔顿成长基金创造了骄人的业绩，他到日本、韩国、中国股市投资要比西方其他投资机构早很多年。

---

① John Templeton foreword to Templeton, L. C. and S. Philips (2008) *Investing the Templeton Way*, New York: McGraw Hill.

② John Templeton quoted in the *Globe and Mail*, 19 July 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长经历

1912 年坦普尔顿出生于美国田纳西州的一个只有 2,000 人的社区,他有美国小城镇人的典型作风,举止得体,信念坚定。在他生活的那个小镇,公认的行为标准是勤奋敬业、乐于助人、自我约束、值得信赖、勇于开拓、崇尚节俭。坦普尔顿小时候可以做他想做的任何事情(喝酒、吸烟除外),这培养了他高度自信的个性,他相信一切皆有可能。父母从没有对他进行过任何形式的说教,也从来没有惩罚过他,他们唯一做的就是以身作则。他的母亲受过良好的教育,是基督教长老会的骨干成员。她为了维持教会运转,亲自筹措资金资助一个人到中国传教。她让坦普尔顿很早就学会了怎样用钱帮助别人。

坦普尔顿的父亲是一位自学成才的律师,兼营一家小型棉花轧花厂补贴家用,同时还开展棉花仓储、农资零售、保险代理等业务。截至 1925 年,他父亲共购买了 6 个小农场,在其中几个农场盖了 24 套房子用来出租。父亲的创业经历有成功也有失败,这一切坦普尔顿都看在眼里。他的家庭富有进取精神,因此在温切斯特(Winchester)地区他家即使算不上富裕也算得上殷实。

坦普尔顿的母亲说他"少年老成",个性内敛、冷静、可靠、有见识。上学期间他的学习成绩全都是 A,这与他和父亲的约定有一定关系。父亲承诺,只要他的成绩单全是 A 就奖励他一包棉花,但只要有一门课不是 A 就要交还一包棉花。22 个学期过后,父亲一共需要给儿子 22 包棉花。

1930—1934 年,坦普尔顿在耶鲁大学经济学专业学习,后来到牛津大学巴利奥学院学习法律,并且获得罗德斯奖学金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细微的差别

坦普尔顿小时候就注意到，普通的成功人士与非常成功的成功人士的付出“几乎”一样多，两者只有细微差别，但结果迥然，额外的付出所得到的回报是指数级的。

坦普尔顿 13 岁时买了两部二手福特汽车，在朋友的帮助下用半年时间把两部旧车拼装成一部新车，让他开了四年。他喜欢深入了解新生事物，特别喜欢能够赚钱的活动，他天生就喜欢寻找优质廉价的东西。

1931 年夏，还在耶鲁大学读一年级的坦普尔顿收到了父亲的一封来信，这封信在当时看来简直是一场灾难。他父亲在信中说，经济大萧条让他陷入了严重的困境，没钱继续给他付学费了。坦普尔顿只好求助于他人，叔叔借给他一些钱，他还得到了一笔奖学金，但仍要靠打工赚取大部分费用。他说，苦难是上帝教育人们的方式。后来他把父亲这封信看成他一生所得到的最好的礼物。

经济方面的困难进一步强化了他的勤奋精神和节俭意识。他必须拿到好成绩才能继续申请奖学金，为此他制定了节省时间的办法：

- 无论到哪里都随身携带书和本，以便于随时看书、记笔记，零碎时间可以聚少成多。
- 每天工作 15 个小时，每周工作 6 天(7 小时睡眠)。

尽管如此，他仍然积极参与社交活动。他的座右铭是工作第一，娱乐第二。这个习惯伴随他一生，即使到了 90 岁仍然每周工作 60 小时。

他人的失误

在温切斯特地区，有时候一些农场倒闭后会被担保公司收走或拍卖，拍卖活动就在城镇中心广场举行。坦普尔顿的父亲在广场附近有一处二层的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办公楼，透过办公室的窗户能看到拍卖活动。如果竞价者太少导致流拍，他就会到广场用很低廉的价格购买农场。

这种现象不仅出现在拍卖市场，股票市场有时候也会因为竞价的人太少价格跌得很低，同样道理，股票价格很高就会吸引越来越多的竞价者，导致股价越来越高。坦普尔顿小时候就注意到，一个农场仅仅因为竞价者太少就可能卖到很低的价格，有时候价格和农场的价值没有必然联系，这方面的经历很自然地影响了他对股市的看法。

童年生活还让坦普尔顿形成了另一种观念，即购买者热情过高可导致资产价值高估。一年夏天的傍晚，他随着人群跑到街边的一栋房子的门廊前，围观房主用电灯点亮整栋房子。小镇通电了，人们都非常兴奋，但聪明的坦普尔顿知道让人兴奋的技术不等于让人兴奋的股票，他认为电力公司的股票已经热过头了。

坦普尔顿 8 岁时就会打牌，通过看别人打牌，他也学到了很多重要经验。人有时候会做傻事，有时候会很天真，这给善于计算风险、懂得分析牌面、能够权衡利弊、可以洞悉他人行为的人提供了机会。坦普尔顿在耶鲁大学和牛津大学期间的费用有 1/4 是靠打牌赢来的。（后来他看到赌博让太多人深受其害，于是从 24 岁开始就不再打牌，而且不购买任何博彩公司的股票。）坦普尔顿最喜欢英国文学家拉迪亚德·吉卜林（Rudyard Kipling）的一首诗《如果》："如果你能在别人的盲从中坚持自我……"如果你想成为一个不盲从，敢在众人的恐慌中买入股票的投资者，那么这句话对你很有好处。

节俭的习惯

坦普尔顿的父亲热衷于一夜暴富，他到纽约和新奥尔良的棉花期货市场冒险。有一天他回到家说："孩子们，我们发财了。你们想不到我们在棉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花期货市场上赚了多少钱。"父亲告诉他们再也不必工作，他们的孩子以及孩子的孩子都再也不必工作。但几天后，他不得不宣布他赔得血本无归，连累了家人。约翰·坦普尔顿和他哥哥小哈维被金融市场的财富泡沫所伤，生活非常拮据，只能依靠勤俭持家过日子。在温切斯特，节俭意味着自尊，不懂得节俭的人过着放荡和漂泊的日子，这样的人声名狼藉。

1937年，坦普尔顿从牛津大学毕业后和朱迪丝·福尔克(Judith Falk)结婚，并在纽约找到了第一份投资顾问工作。他的薪酬是每月150美元，和朱迪丝的收入(广告撰稿人)一样。他们决定把收入的一半存起来，用于投资各种有价证券。为了寻找只要50美分的一顿可口美餐，他们会找遍纽约城，朋友们也帮他们一起找。他们只花了25美元就把五居室的房子装饰一新，从二手货拍卖市场买来木箱子，装饰一下后当家具用。他们牢记洛克菲勒的一句话：如果你真想发财，就要让你的钱为你工作。

坦普尔顿还是一个孩子的时候就对复利计算方法很感兴趣。他最喜欢的例子就是17世纪印第安人出售曼哈顿土地的故事。历史书总说印第安人很傻，为了价值24美元的几粒扣子就把曼哈顿给卖了，但坦普尔顿说，如果把当时的24美元用来投资一笔年息8%的项目，那么今天这笔投资的价值有数万亿美元。

作为一位投资顾问，他经常接触有钱人和高收入群体。他节俭的习惯被人看成另类，但也有受欢迎的一面：有风度，人缘好，受人尊重。

没有个人债务

坦普尔顿十几岁时亲眼目睹很多农场主因为债务失去了土地，他发誓要做个债权人，绝不做债务人(起码在消费领域不做债务人——在投资领域他经常举债)。他在投资优质廉价股票时坚持用现金支付，因为这样他总是收取利息而不必支付利息。他不会贷款买房子、买车，因此不用担心每月还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷。他还擅长讨价还价，1944 年他和朱迪丝花 5,000 美元买了一套房子，而当年这栋房子的重置成本是 25,000 美元(房子建于 25 年前)。

全球的视角

从耶鲁大学一年级开始他就关注投资，在主修课程的课余时间看投资方面的书，后来用上学期间打工赚来的钱买了第一只股票。他购买了标准燃气电力公司 7 美元的优先股，当时正值美国经济萧条，股票价格只有票面价值的 12%。坦普尔顿大多数的同学都来自富裕家庭，持有很多股票，但他发现同学们持有的股票都是美国企业的股票。20 岁的他已经意识到海外投资可能更赚钱。

他从事投资咨询顾问工作的原因有三个。一是早期的经历让他相信自己最大的优势是判断力。他相信自己在综合多方面原因进行判断方面比大多数人做得都好，能评估企业的优缺点，做出决定后有勇气、有信心去实施。二是他认为这个领域最适合他赚钱。三是能帮助他人获得财富和保障，这正是基督教的崇高使命之一。

通过投资咨询培训课程了解许多不同的企业

他还有另外一个打算，就是可以通过投资咨询培训课程了解许多不同的企业，即使投资顾问事业不顺，也可以把这方面学到的知识用在别的工作领域。

在获得罗德斯奖学金后他开始热衷于研究工商专业。当他把想法说给牛津大学的教授听时，教授们的脸上流露出不屑的表情。坦普尔顿说，那表情就好像听到他准备去研究垃圾一样。这些教授就是搞不明白牛津大学的一位“绅士”怎么会想到去学工商专业。坦普尔顿最终选择了法律专业，但并没因此放弃对投资的热情。法律专业和投资咨询工作有一定联系，但更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的是罗德斯奖学金足够他支付各项开支，无须再打工了。他开始到处旅行、交际，这些经历为他后来的事业奠定了基础。他先以极少的费用游历了欧洲周边的几个国家，1936 年毕业后，他借道欧洲和亚洲几十个国家回到美国，做了一次长途旅行。他只带了 100 美元就完成了为期八个月的旅行。（他没有从经营账户上取钱，他常对朋友说，一笔钱一旦用作投资就不能再花了。）

除了旅行他还有别的目的——实地了解不同国家的社会状况。深入基层了解一国的政治、经济、社会制度可以为他以后从事的投资业务带来更好的回报。他一共去过 35 个国家，每到一处都尽可能多地了解当地的风土人情，这让他更好地了解了世界各地的企业的价值。他相信，只有研究不同的国家才能真正了解一个企业的价值，因为企业在某个国家经营的产品要面对世界各地企业的竞争。所以，只有在全球范围内了解某个行业的竞争特点，才能判断某个企业的赢利能力。

1939 年的赚钱经历

坦普尔顿回到纽约后参加了 12 个金融机构的面试，得到两个工作机会。他选择了薪酬较低的芬纳比恩公司（Fenner and Beane），这家股票经纪公司数周前刚刚组建了投资咨询部，只有两个职员。坦普尔顿工作还没有满一年，他在牛津大学的好朋友乔治·米基（George McGhee）就邀请他到达拉斯担任一家小企业——国家地球物理公司（National Geophysical ）的副总裁，薪酬要比纽约高得多。在达拉斯，他逆着市场行情做出了回报率非常高的重大投资决定。1939 年 9 月 1 日希特勒入侵波兰，人们普遍担心纳粹德国全面践踏人类文明的举动会把美国拖回大萧条时代，于是投资者仓促卖出股票，致使美国股指暴跌 50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坦普尔顿很沉着，根据经验分析面临的问题。他对欧洲和国际事务有一定了解，还参加了 1936 年的柏林奥运会。他估计美国会卷入战争，但美国也会扩大工业产能以满足战争需要。美国内战和第一次世界大战期间美国都出现过这种战时需求。产品离不开运输，因此铁路公司将成为战争的受益者。

坦普尔顿能够排除短期的悲观情绪的影响，专注于长远的前景，他关注的是未来可能发生的事件的影响而不是现有事件的影响。他断定，即使效率最低的企业也能从这次战时特需中受益，企业的利润率会提高。他需要寻找市场上最悲观的股票，一旦市场重新认识到这类股票的价值，所得到的回报也最多。他用了两年时间研究价格不足 1 美元的股票，他认为这类股票的价值已经被严重低估，买这类股票不太可能赔钱。

这时的坦普尔顿和朱迪丝已经有了 30,000 美元的投资组合，所投资的企业的势头都很旺盛。他对自己逆向操作的想法非常有信心，于是借入了 10,000 美元用于投资(这是他此后 40 年里仅有的一次借款行为)。他带着这笔钱到曾工作过的芬纳比恩公司办理股票交易。他告诉经纪人，凡是价格低于 1 美元的股票都买 100 美元。经纪人本着认真负责的态度提醒他，这 104 家企业中已经有 37 家破产了。坦普尔顿说这不要紧，因为他相信战时经济能够让破产的企业起死回生。

需要注意的是，他很审慎，进行了多元化投资，因此即使少数几个公司发生亏损，100 多只股票仍然有不错的整体业绩。投资风险越高，越要进行多元化投资。还需要注意的是，他重点关注企业未来 5～10 年的赢利能力，平均持股时间是 4 年。

一年后坦普尔顿赚到的钱就足够偿付他的债务，此后几年他陆续卖出这些股票，共赚得 40,000 美元，而这些企业中只有四家破产。坦普尔顿宽广的视野以及对战时经济的深入分析让他比其他人更早看到美国的股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值被低估。历史经验告诉他，重大的战争能够让最萧条的企业起死回生并创造最大幅度的升值。

在他1939年购买的股票中，有一只股票是密苏里太平洋铁路公司(Missouri Pacific)的优先股，这只股票的发行价是100美元，年红利为7美元，后来公司破产，股价跌至0.125美元。坦普尔顿预计，如果战时繁荣推动铁路运量增长，那么这只优先股的价格有可能上涨到2～3美元。企业赢利后，前一年度的亏损可以冲抵高额的企业战时所得税，这正是他投资边缘化企业(亏损企业)而不选择赢利能力很强的企业的原因。他有过这样的经历：第一次世界大战期间，美国利润水平高的企业都被征收了很高的所得税，这种税负在一定程度上是合理的，毕竟这些企业是战时特需的受益者，但赢利能力弱的企业都躲过了高额税负。密苏里太平洋铁路公司1940年起开始赢利，1941年、1942年两年利润大幅度增长，后来坦普尔顿以5美元的价格将股票抛出，收益率达到3,900%。但他后来坦承还是卖得太早了，他反复强调不要指望能在价格的最低点买入股票并且能在最高点卖出股票，最该期待的是买到廉价的股票。股价上涨后再买更廉价的股票，也就是卖了前面的再买后面的。

成立自己的公司

1940年坦普尔顿以5,000美元的价格收购了一家只有八个客户的投资咨询公司，股东是一位叫乔治·汤(George Towne)的老人。坦普尔顿把公司名字变更为汤·坦普尔顿·多布罗公司(Towne Templeton Dobbrow)，添置了二手打印机，收购了二手的研究文献图书馆(这个图书馆一直很兴旺)，就这样他把自己变成了独立投资顾问公司的所有人，这一年他28岁。公司成立后，有两年他连给自己开工资的钱都没有，不得不依靠积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蓄维持生计。

坦普尔顿是个有良心的管理者，他认为自己肩上的重任是用合理的投资为客户赚到颐养天年和供孩子上大学的钱。他为每个客户量身定制投资计划，帮助客户确定资金用途，把资金用于债券、股票、不动产，还利用不动产与财务计划帮助客户降低所得税和不动产税的税负。他一向认为，帮助别人是一种快乐，比花掉几千美元更快乐。

压缩不必要的开支，但不会压缩聘用顶尖人才的费用

尽管坦普尔顿会压缩公司不必要的开支，但不会压缩聘用顶尖人才的费用。他认为如果开出的薪酬比市场同类标准高 20%，那么所聘请到的高级管理者和员工实际上更划算，因为一名优秀的员工胜过两名平庸的员工。

坦普尔顿的一句座右铭是“别人的钱神圣不可侵犯”。投资咨询公司每位客户都有独特的目标，在风险、纳税、时间方面都有具体的要求，客户经常打电话会占用投资经理的工作时间，因此投资咨询公司很难把规模做大。建立共同基金，以更合理、更有效的方式管理客户基金的必要性越来越明显。他认为共同基金能够帮助不同收入水平的家庭节省资金，积累财富，提高投资的安全性。

坦普尔顿成长基金

1954 年坦普尔顿连同其他几位同事共同成立了坦普尔顿投资基金公司，公司的战略是寻找价格远低于内在价值、具有长期赢利能力的股票，并在越来越多国家的股票市场投资，实现投资多元化。这家投资基金公司在成立之初就在全球范围内搜寻股票，原因有两条：第一，扩大了投资对象的广度和深度，给投资者提供更多选择。如果想随时随地找到被过度悲观、恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慌、消极情绪所笼罩的股票，那么备选股市多一些成功的概率就高一些。相反，只在某一个股市投资可能意味着面临长期的乐观情绪，找到廉价股票的机会很小。第二，实现投资多元化。某一个国家的股市不确定性很大，很难预测股市涨或跌的时间，因此要保护自己的投资就要多投资几个股市。

坦普尔顿成长基金的起步资本是 700 万美元，最初 20 年基金规模增长缓慢，因为尽管公司的投资业绩不俗，但市场知名度并不高。1947 年约翰·加尔布雷思(John Galbraith)加入公司后，开始面向大众推介公司的投资基金。随着其他投资基金(如一些专门投资小企业的基金公司)陆续加入坦普尔顿基金，截至 1992 年，坦普尔顿成长基金管理的资金已达到 220 亿英镑，1997 年基金规模进一步增长到 800 亿英镑，委托投资者达到 400 万人。

利雷·帕斯利(Leroy Pasley)的投资案例充分说明了坦普尔顿成长基金的服务质量。帕斯利是坦普尔顿的老朋友，利用自己在电子行业的天赋赚了第一桶金，然后把 10 万美元委托给坦普尔顿基金理财，在此后几十年里他没有从基金公司里撤回一分钱，到 20 世纪 90 年代末他的委托资金已经增值到 3,500 万加元(坦普尔顿成长基金公司位于加拿大)。

试水日本股市

在 20 世纪 50 年代和 60 年代，日本被美国和其他国家的投资者视为军事上的战败国、工业上的落后国、市场的小国。很明显，日本的声誉并不好，日本企业主要生产低成本的小产品，日本制造意味着质量较差，世人认为日本人永远也不可能在研究和质量方面领先世界。

坦普尔顿从 20 世纪 40 年代就开始研究日本人的特点和日本企业的管理方法。他对日本的了解远胜常人。他发现日本人极其吃苦耐劳，愿意积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

攒储蓄用于未来投资。日本人每赚 1 元钱就会储蓄 0.25 元，而美国人的平均储蓄率只有 5%。日本人的节俭使他们有更多资金购买厂房和设备，日本企业和员工之间有团结意识，他们认为在好的企业工作是一种荣耀，他们敬仰企业领导人。

经过十年的战后重建，日本成为规模化的工业生产国，主要产品是重型设备和机械。在 20 世纪 50 年代初期，坦普尔顿就开始用私人储蓄投资日本股市，因为当时日本政府有严格的外汇管制，外汇只许流入，不许流出，所以不能用公司的资金投资日本股市。坦普尔顿认为日本政府会不断提高经济自由度，迟早会解除外汇流出的限制。1968 年日本政府用事实证明了他的判断，当时他早已准备就绪，立刻把公司的基金投入日本股市。根据坦普尔顿的测算，当时日本股市的平均市盈率只有 4 倍，美国是 19.5 倍。其他投资者因为日本股市剧烈波动，上市公司信息披露不充分等问题不敢投资日本股市，他们顽固地用悲观的眼光看日本。坦普尔顿在日本股市发现了很多优质的廉价股，这些股票中即使最好的公司市盈率都没有超过 3 倍。

很快日本股票就占据了坦普尔顿成长基金 50% 的资金，人们批评坦普尔顿不该购买日本股票，更不该购买这么大比例的日本股票。坦普尔顿的回答是，他到日本购买股票是因为那里有很多优质的廉价股票。

复杂的会计制度和法律问题背后的机会

外国投资者因为日本复杂的企业会计制度和法律制度不愿意到日本股市投资。当时日本企业还没有合并利润表的制度，假设子公司利润是 100 万美元，向母公司缴纳 15 万美元的利润，不了解情况的投资者会认为母公司的利润只有子公司上缴的 15 万美元。但如果母公司持有子公司 60% 的股份，那么母公司的实际利润就是 60 万美元。于是坦普尔顿开始寻找母公司财务报表与合并报表差距最大的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日立(Hitachi)公司有多家子公司，但母公司的财务报表并没有反映子公司的利润，因此日立公司的财务指标被人为地压低了，致使母公司16倍的市盈率看起来很高。坦普尔顿把子公司利润加入母公司利润后发现母公司的市盈率只有6倍。既然合并报表利润是母公司报表利润的2.5倍，他推断日本投资者迟早会把日立公司的股价推高2.5倍。后来日本政府要求母子公司实行合并报表制度后，日本投资者开始计算汇总利润的影响，于是日立公司的股票开始上涨。

强调一条重要经验：应该花点时间系统地了解你所面临的问题，如果其他人在这方面有困难就更值得这么做。

日本在20世纪60年代实现了10%的年增长率，创造了经济奇迹。这期间坦普尔顿成长基金在日本的投资回报率也高得惊人。待到全世界投资者开始涌向日本股市时，他们已经比坦普尔顿落后十多年了。

坦普尔顿投资日本股市获得的惊人业绩，让他成为美国投资界的知名人物

坦普尔顿投资日本股市获得的惊人业绩，让他成为美国投资界的知名人物。1969年《纽约时报》(*New York Times*)一篇文章公布了美国25家共同基金经理人截至1969年9月的业绩排名，坦普尔顿成长基金公司排名第一，以净资产计算的投资收益率达到19.38%，公司的排名从1968年的第19位跃升为第一位。《纽约时报》这篇文章是在调查了376家共同基金公司业绩的基础上做出的，因此坦普尔顿成长基金的业绩相当不俗。

此后几年里公司的业绩不容乐观，但相对于短期业绩，坦普尔顿更关心投资的长期收益。尽管1970年、1971年、1975年坦普尔顿成长基金的业绩落后于道琼斯指数，但该基金整体上仍然在20世纪70年代实现了22%的复合增长速度，而这一时期道琼斯指数的增长速度为4.6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 70 年代后期，日本股票变得非常“热”，市盈率普遍达到了 30 倍，一些热门股票的市盈率达到了 70 倍。70 年代日本企业的利润增长速度明显低于 60 年代，因此尽管投资者投入的资金越来越多，收益却越来越少。坦普尔顿在其他国家找到了廉价股，为了买进这些股票，他把手里的日本股票卖掉了。

20 世纪 80 年代早期和中期坦普尔顿很少关注日本股市，这期间的日本股市变得异常狂热，1960—1989 年市值增长了 36 倍，日本开始形成历史上最大的股市泡沫。尽管在日本股市赚了大钱，但没有进一步抓住机会在日本股市 80 年代后期的疯狂行为中赚钱仍然让坦普尔顿感到很遗憾。坦普尔顿在 1991 年召开的公司年会上对忠实的追随者说，本应该等到利润更多的时候再离开日本股市。

坦普尔顿此后一直保持对日本股市的偏爱，但这种偏爱并不妨碍他对日本股市价值的判断。1988 年他对外宣称他在日本已经没有任何投资，但他希望有一天能再回来，因为日本人节俭、诚实、刻苦、有效率、有抱负，但只有在日本股市发现更好的廉价股票时才会考虑。日本股市再也没有回到 1989 年的行情，1990 年股市暴跌 50%，他再次关注日本股市，希望找到比世界各地价格更好的股票。他发现两只股票符合标准，一个是日立公司（又是日立），另一个是松下电器（Matsushita Electric Industrial）。

做少数人

20 世纪 80 年代坦普尔顿逐渐从过热的日本股市撤出后，开始在全世界范围内寻找价值被低估的冷门股票，但这种股票不一定总出现在新兴经济体。20 世纪末美国三英里岛（Three Mile Island）核泄漏事故后他购买了通用公用事业公司（General Public Utilities）的股票，获得了 15 倍的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资回报。此后他越来越钟情于购买价值被低估的美国股票。1982 年 6 月，美国股市一片惨淡，道琼斯股指跌至 788 点，坦普尔顿发表声明说道琼斯指数很可能在 1988 年达到 3,000 点，这让股评界哗然(尽管道指最终没有上涨到这么高的点位，却涨了两倍)。

20 世纪 80 年代初他进军萧条中的墨西哥股市。印度发生博普尔毒气事故导致 2,500 人丧生，惨剧发生的第二天他抢购了联合碳化物公司的股票。投资者担心联合碳化物公司可能因为卷入这次事故倒闭，因此纷纷抛售股票，致使联合碳化物公司的股价从 50 美元暴跌至 33 美元。七个月后(1985 年 7 月)他持有的 100 万股份价格回升至 52 美元。坦普尔顿总说他等到股票便宜时才买，抄底有时候会犯错误，但多数情况下只要等到坏消息一过就能赚到钱。他说，如果股评建议买某只股票后就不要去买，因为股票一经推荐就不是质优价廉的了。他用这种办法在北美债券市场找到了很多好的投资目标。他把 40%的资金投入美国市场，14%的资金投入了加拿大股市，澳大利亚的股票大约占用了公司 12%的资金。

1990 年又一轮悲观情绪打压了股市，股市出现了坦普尔顿预测的现象。他说，从来没有见过这么多价值被低估的股票，特别是这么多市场成长潜力良好的廉价股票。他在很多非常悲观的产业中找到了大量廉价股票。90 年代初，他一直在新西兰、印度尼西亚、巴基斯坦、巴西、秘鲁等偏远的国家股市中寻找这类股票。他所涉猎的国家之多让人惊讶。1996 年坦普尔顿成长基金持有 20 多个国家的股票，不过那时候他已经开始担心世纪末的股市狂热，因此他只保持 75%的仓位。

2000 年 3 月，他公开表示，鉴于股市的收益率和成长前景，他认为当前的股票价格普遍高估了，他再一次针对多数人憧憬的“新时代”发出了不同的声音。他警示人们注意互联网泡沫，建议《股票投资》(*Equities*)的编辑告诉读者应该投资债券。20 世纪大多数时期股票价格都偏低，所以股票是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的投资对象，但 2000 年债券是比股票更好的投资对象。

他认为，互联网泡沫破裂后，美联储（the Federal Reserve）为防范经济衰退会下调利率，这将推高政府债券的价值，于是他的投资基金购买了美国政府的无息债券*。他还基于同样的判断购买了加拿大、澳大利亚、新西兰等国政府的无息债券。2000 年 3 月加拿大政府 30 年无息债券升值了 5.3%，三年后又升值了 4.9%。三年累计升值 31.9%，即每年 9.7%。加上美元贬值的原因，以美元计算的收益率是 43.4%（年均收益率 12.8%）。更重要的是，坦普尔顿为了给这些投资提供资金，以 0.1% 的利率从日本借入一半资金，由于利用了两倍的融资杠杆，因此投资收益相当于 86.8%。（为降低日元升值的影响，投资期间他把借来的日元兑换成本国贸易顺差、政府赤字规模小或者有预算盈余以及政府负债率很低的国家的货币——不是美元。）不要忘了这三年里很多股票交易所的股票市值缩水了一半。

2000 年 4 月坦普尔顿接受《迈阿密先驱报》（*The Miami Herald*）采访时说，投资者投资科技股和网络股赚钱的时代已经过去了。他认为股市已经达到了极度乐观状态，但所有这些乐观都是暂时的。他在接受采访前一年已经开始做空科技股。

他很巧妙地利用 1999 年的股市泡沫制订了一个做空计划。股票首次公开发行时有一个“禁售期”，禁售期内公司内部人员不能出售任何股票。但他认为公司创始人及董事通常会担心手里的股票成为股市泡沫的受害者，担心公司不能成长为长期发展的企业，因此会迫不及待地出售股票套现。内部人套现的行为很可能触发股票抛售狂潮，尽管内部人套现只是抛售的导火索而不是根本原因。

> 他只会做空价格超过原始价格三倍以上的股票

---

* 即票面不计利息，但以贴现方式发行的债券。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坦普尔顿在禁售期结束前(大约 11 天前)做空了 84 只股票,等内部人抛售股票导致价格大跌后再买进股票平仓。他只会做空价格超过原始价格三倍以上的股票,并为自己的操作方法设置了精确的赢利目标,如果股票价格意外上涨,他会果断止损。他每次以 220 万美元资金为限,据报告反映,他累计投入 1.85 亿美元资金,获利 8,600 万美元,投资回报率接近 50%。

坦普尔顿做空股票的原则:

- 制定止损措施。设定一个停止损失的平仓价位,记住凯恩斯的话:“市场保持非理性的时间比你的耐力更持久。”
- 预设赚钱的价位。在 1999 年的做空交易中,他采用了两个标准,价格下跌 95%或当前市盈率跌破 30 倍。

投资韩国

坦普尔顿在韩国投资的经验告诉了我们耐心地积累知识等待合适时机的重要性。早在 1983 年,坦普尔顿就宣布,韩国将是下一个日本,但由于韩国对外汇流出实施管制,他没有用客户的资金投资韩国股市。1991 年,他在公司基金会议上说韩国是经济欠发达国家中投资机会最好的国家之一(同样的国家还有中国、巴西、泰国、土耳其)。1992 年韩国取消了外汇汇出管制,但直到 1997 年亚洲金融危机后他才真正着手在韩国投资。

韩国采用了和日本相同的经济发展战略,即高储蓄率、出口导向型经济政策和提高教育水平。在这些政策的引导下,韩国经济在 1970—1997 年实现了全世界最高的平均增长速度。韩国的大型企业集团即财阀(chaebol),通过高负债经营的方式大举扩张。1997 年的金融危机沉重打击了韩国经济,货币贬值、股票贬值、债务上升,有些财阀(例如起亚汽车、海太集团)因为无力偿还债务申请破产保护。为换取国际金融支持,深陷危机的韩国决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定进一步开放资本市场。

1998 年 1 月 2 日的《华尔街日报》报道了坦普尔顿正在买入和韩国相关的投资工具(例如共同基金),报纸引用了他所说的一句话:“我认为韩国经济已经基本触底……在我的投资生涯里总在悲观情绪达到顶点的时候买入股票……最近几个月韩国的悲观情绪已经非常浓厚了。”他相信:(1)韩国不会重回外汇管制的老路;(2)韩国经济会恢复以前的增长速度。当时韩国股市的市盈率是 10 倍左右。

起初坦普尔顿并没有直接到韩国股市购买股票,而是借助收购马修基金公司(Matthew Fund)进入韩国股市。马修基金多年以来一直研究坦普尔顿投资哲学并实践他的方法,非常了解韩国的一些企业。因此,尽管马修基金的业绩比同类基金的业绩差很多,甚至五个月内投资缩水了 2/3,但坦普尔顿还是选择了它。很多投资者放弃了马修基金或者拒绝与它合作,但坦普尔顿认为该公司业绩不佳主要是韩国的经济形势造成的,并不是因为公司本身经营不善。1997 年马修基金公司被坦普尔顿收购后业绩增长了 267%。

坦普尔顿对韩国股市兴趣不减,后来开始直接购买股票。例如,2004 年(他已 92 岁高龄)他发现起亚汽车公司的市盈率是 4.8 倍,但每股长期收益率却以年均 28%的速度增长。相比之下,美国通用汽车公司的市盈率为 5.9倍,每股收益率却在下降。另外,起亚汽车公司的利润率是通用汽车公司的 3 倍。于是,他在 2004 年 8 月一举买进了起亚汽车公司 5,000 万美元的股份,到 2005 年 12 月这些股份增值了 174%。

投资起亚汽车公司的案例也体现了坦普尔顿的性格和原则。在投资起亚汽车公司的那段时间,他碰巧要买一辆新车,于是前往起亚汽车公司的卖场看车。起亚汽车给他留下了深刻印象。他的助理梅·沃克(May Walk)问他为什么不买一辆。他说:“太贵了。”她劝他还是买一辆。“我知道他想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买辆车，但就是舍不得花钱。"他不想因为有钱了就改变节俭的习惯。

投资中国

早在1995年坦普尔顿就谈到了中国经济增长的巨大潜力，还分析了中国经济自由化的影响。考虑到原有经济体制对经济造成的束缚，即使对人们的创业给予一点点自由也能释放巨大能量。当时中国移动的市场份额达到68%，预计每股收益的长期增长速度将达到20%左右，但股票的市盈率只有11倍，这样的股票是全世界电信行业中最廉价的股票之一。坦普尔顿按照未来十年(到2014年)收益测算市盈率，他估计中国移动的市盈率不到2倍，因此2004年他购买了中国移动的美国存托凭证(ADRs)*。计算市盈率的一个好的方法是以十年预期收益为依据，同时考虑企业未来的竞争力，特别要考虑新的竞争者的影响。从2004年9月到2007年9月，坦普尔顿购买的中国移动的美国存托凭证增值了656%。2004年9月，坦普尔顿还在纽约证券交易所购买了中国人寿保险的美国存托凭证，三年后增值了1,000%。

基金会

坦普尔顿总是很注意"按照上帝的旨意工作"，他花时间祈祷、沉思，甚至在开董事会和股东会前进行祈祷。他祈祷的目的不是赚钱，而是净化内心世界，关注真正重要的事。他认为创业自由能够降低成本，提高市场多样性，提高质量，是改善穷人生活的好途径。但他也指出，企业不讲伦理道德

---

* 美国存托凭证又译为美国预托证券，是一种可在美国交易的外国公司股票的所有权。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迟早要倒闭。他用财富影响他人，自己却恪守勤俭的习惯。他责任感很强，不仅对客户财产高度负责，还对个人财产富有责任感，例如他很善于使用上帝赋予他的财产——智慧。这样的信念让他非常勤奋地工作，并且没有把他在世界各地的财产看成自己的而是看成上帝的，然后按照上帝的意愿支配财产。

从三十多岁开始，坦普尔顿会拿出投资收益的20%用于善款。20世纪60年代他对巴哈马人丰富的精神世界心生敬意，想和他们生活在一起，还想在宗教和慈善方面多做一些事，于是1968年带着第二任妻子艾琳·巴特勒(Irene Butler，1958年嫁给坦普尔顿)和孩子搬到拿骚(Nassau)的来佛礁(Lyford Cay)定居。他在一家理发店的楼上租了两间房作为办公室，还请了一位兼职秘书。他想参与这个英联邦国家(巴哈马在1993年以前是英国殖民地)当地的社区活动，于是放弃了美国国籍加入了这个英联邦国家。他在巴哈马继续管理着坦普尔顿成长基金公司，同时还要照顾家庭投资和善款捐赠。

1972年他设立了坦普尔顿宗教促进奖(Templeton Prize for Progress in Religion)，每年拿出100万美元奖励那些为促进人类精神进步做出贡献的人。坦普尔顿用这种方式实践他的宗教信仰——促进精神世界的进步与人类其他追求同样重要。该奖项颁给了加尔各答的特蕾莎修女(Mother Teresa)、葛培理牧师(Billy Graham)、亚历山大·索尔仁尼琴(Alexander Solzhenitsyn)，还有很多物理学家和其他科学家。坦普尔顿是博爱论者，他相信任何宗教都有真理的成分，还写了几部思想方面的书。

1983年牛津管理研究中心在他的支持下升格为独立学院，即坦普尔顿学院。1987年英国女王授予他爵士头衔以表彰他的善举。同年成立了约翰·坦普尔顿基金会(John Templeton Foundation)以支持科学、宗教、人类等领域重大问题的研究。该基金会共有基金15亿美元，直至今天仍然用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨资(每年 7,000 万美元)支持科学研究,重点支持与“爱、宽恕、创造力、意志、宗教的特点与起源”等内容有关的进化生物学、宇宙学、理论物理、认知科学、社会学研究。

退休后干什么?

1992 年坦普尔顿基金公司以 9.13 亿美元的价格出售给了富兰克林集团(Franklin Group),当时公司管理的基金有 250 亿美元。富兰克林集团承诺让该公司 78 种共同基金独立运作,由约翰·坦普尔顿爵士担任名誉主席(当时坦普尔顿基金公司有 200 多名员工)。他妻子艾琳问他卖出基金能不能让他不再每天工作 12 小时,他做出的唯一承诺是星期六下午有时候可以不工作。

他并没有就此闲下来。三年后他 83 岁的时候还要求每天工作,这样可以尽可能地多帮助一些人,他说这期间的工作负荷超过了以往任何时候,更重要的是他发现这一切让他很兴奋,远远胜过看电视和打高尔夫球。他对帮助别人的事乐此不疲,即使到了 95 岁还在拼命工作。伦敦《卫报》(*Guardian*)报道说,从 1954 年到他 2008 年去世,坦普尔顿成长基金公司的 1 万美元基金增值到了 700 万美元。

坦普尔顿投资方法的主要内容

坦普尔顿挑选股票的时候会考虑很多方面的因素,如图 4-1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

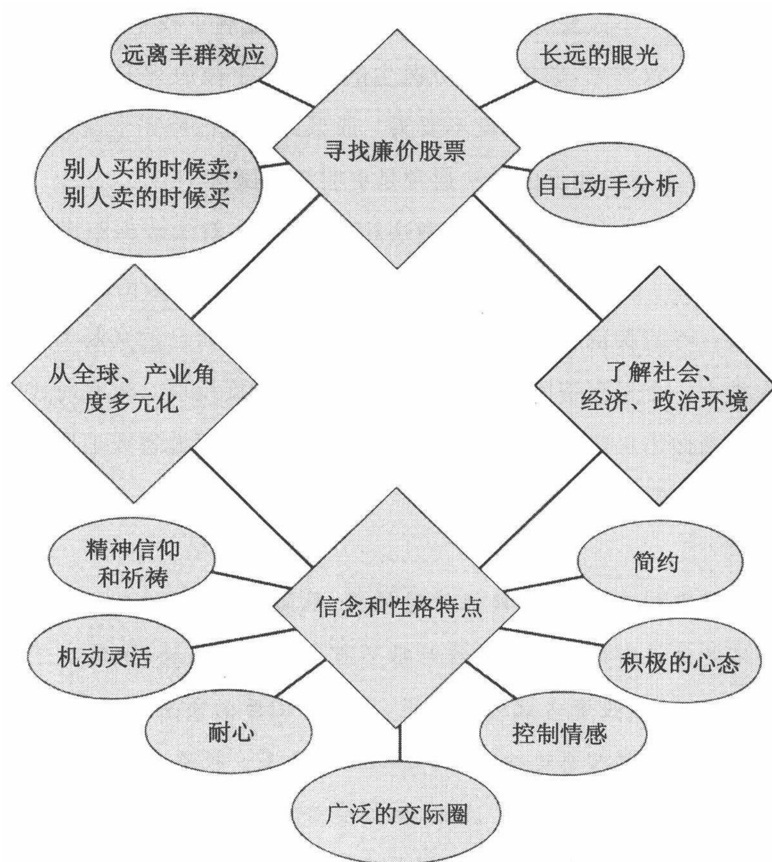


图 4－1　坦普尔顿投资的基本原则

寻找廉价股票

远离羊群效应

坦普尔顿总结了一套与众不同的投资技巧，这些技巧适用于不同的国家、不同的时区、不同的评价方法以及不同程度的悲观情绪和乐观情绪。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说选股票是唯一不需要听专家意见的事。如果生病了找十位医生看病，十位医生给出一致意见，那就应该听医生的。如果十位股评专家都告诉你某只股票很好，你应该买，那你就不要买。股票好不好已经完全通过股价体现出来了，和专家意见相反的做法通常是更明智的做法。

当你发现别人的做法和你的做法相反时，可能意味着你距离找到廉价股票已经不远了。如果大家一致认可你的做法，那么你买的股票很可能不是廉价股。寻找廉价股的人都是独立思考并且相信自己的判断力的人。

人类有一个根深蒂固的习惯是对环境做出过度反应。人有时候不是根据理性判断做出决定而是看别人怎么买卖股票。利用抛售或追涨等不理智行为获利说起来容易做起来难：

> 你当然可以说，价格低的时候买，很简单嘛。话可以这么说，但股市不是这么回事。股价上涨时很多投资者都会买进，但需求下降导致股价下跌时，投资者就开始撤退，于是人们开始失望甚至悲观，等到几乎所有人都陷入悲观心态时，股市就崩盘了。投资者应该是股市的旁观者，看好自己的钱包。诚然，他们会告诉你低买高卖，但有太多人实际上是高买低卖。什么时候该买呢？他们会说：等到股票分析师认为时机有利的时候再买。人就是这样愚蠢，但这却是人的本性。[①]

要做到从思维上远离多数人，意味着实际生活中也要远离多数人。坦普尔顿到巴哈马定居后投资业绩提高了，因为住在拿骚他可以形成和华尔街不一样的看法。请记住还有一些伟大的投资家也喜欢远离主要的金融中

---

① Johen Templeton's list of investment rules printed in *Christian Sciene Monitor*. February 1993. Reproduced in Rcss, N. (2000) *Lessons from the Legends of Wall Street*, New York: MJF Books.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心，例如，巴菲特住在内布拉斯加州，菲利普·费雪和芒格住在加州。他们远离缺乏新意的公司报告和华尔街的评论后就可以自由思考问题。

坦普尔顿发现很难在新股中找到廉价股，因此尽管大多数人都对新股感兴趣，他却不感兴趣。他说首次公开发行的股票中基本找不到廉价股，最好等到人们热情消退或者判断失误后再等上几个月甚至几年，这样就能以低得多的价格买进股票。

在强调系统风险的资产定价模型成为诺贝尔奖的得奖热门理论后，坦普尔顿就不用这种分析方法了。他认为系统风险在不断变化，用作分析工具并不可靠，企业五年前的系统风险和五年后可能差别很大。投资者应该用真实价值作为尺度分析股票，而不是用系统风险分析工具。

别人买的时候卖，别人卖的时候买

坦普尔顿最有影响的一句名言是“别人恐慌地抛售时买入，别人狂热地买进时卖出”。达到这个标准需要巨大的克制能力，但丰厚的回报值得这么做。他还有一句名言是，在股市一片惨淡的时候买入股票。股市卖家的行为容易受恐慌心理影响，恐惧不断放大，危机就变成恐慌。例如，1979 年 8 月出现了很多悲观消息：通胀、加息、油价上涨、石油短缺、日本企业竞争等，《商业周刊》(*Business Week*)封面文章甚至用了“股票投资的末日”这样的字眼来形容当时的股市，就连养老金投资基金都开始卖出股票买进黄金和不动产作为保值手段。当时坦普尔顿认为，美国股市已经进入历史上最廉价的时期，当时道琼斯股票的市盈率只有 6.8 倍，是历史上的最低点，而长期平均市盈率是 14 倍，于是他大举投资，把 60% 的投资基金投向美国股市。

坦普尔顿把那些前景光明、管理良好但股价很高的企业列进“理想清单”，进入清单的企业不能马上买，要等机会。股市发生重大变故时，他能从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清单中找到几个价格跌到符合廉价股标准的股票。这种方法能不受即期行情的影响，避免股市下跌造成的心理障碍，还能形成与众不同的看法。

在经济即将衰退或者已经开始衰退时，采用这种分析方法能发现很多买进股票的信号，但务必要确保理想清单上的企业的负债率足够低，这样即使经济衰退也能保证企业可以经营下去。

要想找到廉价股票，就要去大多数投资者不敢去或者不愿去的市场

坦普尔顿说，只有等到股市里99%的人都放弃了才能算悲观情绪的顶点，这时候已经没人再卖股票，所以股价只能上涨。作为投资者要欢迎熊市，因为熊市的股票更便宜，有很多廉价股票可以买。不要在股市前景光明时买股票，而要在最惨淡的时候买，如果你能理解这句话的深意，那你就是和坦普尔顿同样类型的投资者了。在生活的其他方面你应该尽可能向好的方向努力，例如在市场前景最好的时候建厂房，但在股市投资方面最好反过来做，因为你要的是股票价格相对于公司价值跌到最低点。股票因为别人都在卖出才会变得廉价，除此以外再没有别的原因。要想找到廉价股票，就要去大多数投资者不敢去或者不愿去的市场。

股市进入繁荣阶段时，很多人开始谈论新的金融模式，说股市进入新时代，原来的价值评价方法已经过时。坦普尔顿说，英语里最贵的一句话就是“这次不一样”。坦普尔顿深信，在长期股票市场中，指数会围绕着股票收益率的长期上升趋势上下波动。因此，熊市是暂时的，通常会在商业周期好转的前一年开始上升，同样，再狂热的牛市也迟早会终结，价格将下跌至更贴近收益率发展的趋势（短期内可能会有幅度过大的调整）。

坦普尔顿认为自己是“提供方便者”而不是“逆向操作者”：当忘乎所以的贪婪的投资者在牛市的高点买进股票时，我卖给他们股票；当惊慌失措的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者在股市最低点卖出股票时，我买进他们的股票。

只要持有的股票有利可图他就一直持有，除非有“好得多”的股票取而代之。在确定“好得多”的标准时，他不会精确计算投资组合里各个股票的收益情况，只会粗略估算一下，大体上是收益率高出 50%。假设你持有的股票价值 100 美元但现价只有 50 美元，你正在考虑另一只价值 100 美元但价格只有 40 美元的股票，该不该买呢？答案是不该买，因为两种股票相差 10 美元/40 美元 = 25%，还没有达到 50% 的预设标准。但是，如果等上几周，第二只股票的价格从 40 美元下跌到 30 美元，那么 20 美元/30 美元 = 66.7%，比率足够大，就可以买进。

1983 年，坦普尔顿的传记作者威廉·普罗克特(William Procter)说，坦普尔顿的平均持股时间大约是六年，但时间不是影响他决策的因素，重要的是他是否找到了更廉价的股票。他经常检验投资组合看看哪些股票的价值与价格差最小，然后把这些股票卖出去。这时候他不会考虑这些股票是持有了一个月还是十年，因为这无关紧要。比较价值与价格的差距是很有用的方法，因为你需要经常根据市场情况评估持有的股票的吸引力。因此，即使你持有的秘鲁的股票正处在盲目乐观状态，但只要你经常比较世界各地股票的价值与价格的差距，就不会因为陶醉于近期股价上涨而被股市上的盲目乐观情绪所吞噬。坦普尔顿早在日本经济泡沫破灭前就减持了日本股票，这并不是因为他有先见之明，只不过是他在将日本的股票和美国、新西兰等其他国家的股票进行比较后做出的选择。

人们批评包括坦普尔顿在内的价值投资者卖出股票的心情太急躁，不能充分运用资金。不过，投资者都应该知道，如果有更好的股票出现，不等到现有股票价格达到顶点就卖出去是很常见的现象。

股票经纪人的意见通常是不能相信的，因为他在向你推荐一只股票前已经向几百人推荐了同样的股票，因此经纪人推荐的股票可能还不如你自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已挑选的好。如果某个公司或者某个产业上了报纸头版，此时人们早已把股价推高，你再去买为时已晚。

要有长远的眼光

坦普尔顿通常会关注企业未来二到五年的业绩，但绝大多数投资者只关注短期业绩，例如未来数月或未来一年的赢利情况。短期因素是影响股市行情的重要力量，关注中期业绩可以过滤掉短期因素的干扰。投资者关注长期业绩能够形成心理优势，有利于抓住企业失策所带来的机会。投资者从企业战略、管理层对股东长期利益的关注等角度去了解企业，效果要远远好过短线交易。以下几个问题是必须要关注的：企业的竞争优势在哪里？无论形势好坏企业都能保持长期赢利能力吗？企业的品牌能够维持企业对价格的长期影响力吗？

坦普尔顿在计算股票的“价值”时会先测算企业未来五年的预期收益，然后把预期收入的五倍作为购买股票的价格上限。这种方法的好处在于，如果你所持股的企业出现问题导致股价下跌，用这种方法能够区分出企业面临的是短期可以解决的问题，还是战略上的重大失误，抑或行业整体衰退的问题。

他告诫我们要投资不要投机，不要把股市当赌场，投资股市有更重要的意义。如果为了赚取几个百分点的差价花大量时间在股市里频繁交易，或者用期权和远期交易等金融工具进行交易，那么股市就是你的赌场，你就从投资者变成了赌徒。你可能会赢几次，但最终会走上不归路，你的所得都会被手续费吃掉。我们要记得华尔街传奇人物卢西恩·胡珀（Lucien O. Hooper）的名言：

> “给我留下深刻印象的那些轻松管理投资组合的长线投资者，总是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比经常换手的短线投资者做得好很多。轻松的投资者通常信息更灵通，更懂得实质价值，更有耐心，不易情绪化，每年交的资本利得税也比较少，不需要支付不必要的佣金。”[①]

有人向坦普尔顿了解未来几个月的股市动向，他说，他认识的所有人都不敢做出这样的判断，他本人也不能。股市短期行情主要受投资者情绪波动的影响。

尽管坦普尔顿持股的时间通常都是数年，但他也进行过几次短期交易。例如，“9·11”事件后航空股的市盈率下降。他通知经纪人，9月17日八大航空公司的股票恢复交易后，只要价格下跌超过50%就买进。他计划六个月后再卖出这些股票，完全是利用了股市的短期恐慌心理。“9·11”事件后，有三家航空公司的股票跌幅超过了50%，他都买进了。后来，AMR美国公司的股票上涨了61%，大陆航空公司上涨了72%，美国航空公司上涨了24%(受益于美国政府的救市措施)。

自己动手分析

自己动手分析就是在投资前做调查研究，这对投资很重要。了解一个企业成功的原因很重要，例如企业是怎样经营的？企业长期的业绩如何？和竞争者相比业绩如何？企业有哪些刺激销售的措施？影响企业销售的因素有哪些？在了解这些问题的过程中你能更清晰地判断一个企业为什么会在市场中受冷落，了解一个企业的困境是暂时的还是无可挽回的。

坦普尔顿会用大量时间研究某个行业，分析企业的竞争力、员工的素质、管理层的能力。他的方法是跟踪和该行业相关的重要指标，例如分析矿业的矿产储量，分析零售业的利润和竞争优势。

---

① 同前注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在分析目标企业时，他对分析企业本身和对分析企业的竞争对手同等重视。实际上，和企业有关的最有用的信息往往来自竞争对手而不是来自企业本身。竞争对手投入大量精力开展竞争，他们对其他竞争者的优点和不足了如指掌。如果想购买某个企业的股票，就要通过业内其他企业的高管了解情况，不要直接找目标企业的高管了解情况。这些人对自己企业的前景通常都很乐观，因此得到的意见可能不够坦诚，但如果和竞争对手企业的高管谈上 30 秒，就可以得到很有价值的信息。

判断某行业内股票价格是否低估的另一个指标是看并购案例是否增加。如果行业内的企业以 50% 以上的溢价幅度互相收购，这说明这些企业的股票价值被低估了。此外，如果企业认为股票被严重低估就可能回购股票，因此股票回购也是一个积极信号。

> 投资者可以有 100 个评价标准，就像医生需要了解很多症状后才能做出诊断一样

坦普尔顿以医生看病为例子说明了分析企业的方法。投资者可以有 100 个评价标准，就像医生需要了解很多症状后才能做出诊断一样。尽管不能忽视任何一个评价标准，但真正重要的标准往往只有三四个，应该重点分析这三四个。在证券分析中，你只需要分析和这个企业有关的指标体系，不相关的指标基本不用关心。分析不同的企业要用不同的指标体系，就像医生面对不同的病人会询问不同的症状一样。以酒店业为例可以更好地说明这个道理。任何一家酒店都做不到每个指标都让人 100% 地满意，但一个酒店的总体质量必须符合一定标准才能确定星级。

下面介绍坦普尔顿使用的一些投资评价标准（属于 100 个评价标准范围内的内容）：

• 市盈率历史记录。过去数年的市盈率不如未来五至十年的收益重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要。寻找价格相对于企业长期利润增长前景明显偏低的股票。

- 竞争优势。企业是否具备无可替代的竞争优势？企业是不是无可争辩的低成本生产企业？是不是技术领先企业？是否拥有最强大的品牌？
- 销售利润率。寻找销售利润率最高，利润水平快速增长的企业。
- 市值与账面价值比率。如果该比率小于1，那么企业净资产的价值就高于价格，这可能是一家股价低廉的企业，也可能是一家濒临倒闭的企业。1979年美国企业平均的市值与账面价值比率小于1，加上通货膨胀率很高，企业资产的重置成本高于账面价值，因此用重置成本调整账面价值时需要考虑通货膨胀的因素。1982年，尽管大多数人计算出来的企业市值与账面价值的比率是1.0，但坦普尔顿分析的结果却是0.59，也就是企业市值比净资产价值低40%。
- 企业高管的长期规划。和企业高管面对面了解企业的未来规划。
- 市场份额。市场份额很大意味着赢利能力很强。
- 资本结构好不好？股本是否充足？股本太少可能意味着负债率过高，风险太大，还有可能制约企业成长。
- 已动用资本回报率（ROCE）。这方面数值大意味着企业有额外的营运资金，例如未分配利润，这可能有利于提高股东价值。
- 市值对销售额比率。数值小意味着市场没有充分考虑到企业销售利润率提高的潜力。
- 市值对现金流比率。数值小是价值低估的信号。
- 市值对清算价值的比率。如果企业资产价格偏低，除了被收购以外，股东还有多种手段变现企业资产。

坦普尔顿指出，关注利润表和资产负债表都很重要，但下面一段话说明他更重视分析利润表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在大名鼎鼎的本杰明·格雷厄姆手下学习时，他告诉我通过账面价值寻找市值低于净资产的企业……我按他说的做了，但发现没有一家企业的市值会低于净资产价格，说明这种方法不适合今天（1987年）的美国股市。本杰明这个人很有智慧，提出了很多好的分析方法，但如果他还在世，会用更新颖、更灵活的理念分析股市。我们评估价值用得最多的方法是市值对企业未来预期收益的比率，还会用到市值对现金流的比率，市值对清算价值的比率，但不会用账面价值去分析企业……企业未来收益比当期收益和历史收益都重要。①

当有人问坦普尔顿是否把技术分析（即分析股票的价格和交易量）作为分析手段时，他说是，但只是辅助手段，他认为技术分析的价值不大。

下面介绍评估企业价值的两个案例。

案例一：斯凯哥公司

1979 年斯凯哥公司（Skaggs）和艾柯美公司（Acme）合并后成立了美国百货公司（American Stores）。坦普尔顿认为，尽管合并前艾柯美公司不赢利，但斯凯哥公司有能力让艾柯美公司达到同样的赢利水平，即 2% 的利润率，于是他以 25 美元的价格买进了美国百货公司的股票，当时每股对应的营业额是 700 美元，如果合并后公司能够实现 2% 的利润率，那么预计每股可实现 14 美元的利润。因此，坦普尔顿相当于以不足 2 倍市盈率的价格买进了美国百货公司的股份。坦普尔顿买入股票后，股票价格上涨了 500%。

---

① John Templeton quoted in the *Financial Post* (Toronto), 25 May 1987, p. 25. From an interview by Professor Eric Kirzner, University of Waterloo. Reprinted by permission.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例二:伊藤洋华堂

伊藤洋华堂(Ito Yokado)是一家大型连锁百货公司,公司股票市盈率是 10 倍。坦普尔顿预计伊藤洋华堂的年利润将以 30% 的速度增长。他比较了伊藤洋华堂和同类的其他公司,想了解伊藤洋华堂未来利润增长和股价的关系。

市盈率对利润增速比率(PEG) = 市盈率/预计的长期利润增长速度

伊藤洋华堂	西夫韦公司
市盈率:10	市盈率:8
预计利润增长速度:30%	预计利润增长速度:15%
PEG = 10/30 = 0.33	PEG = 8/15 = 0.53

伊藤洋华堂未来的利润增长速度高得多,因此该公司的实际股价更低,但需要注意的是判断公司年利润以 30% 的速度增长的理由是否充分。

投资多元化

坦普尔顿说,只要不是 100% 正确的人都需要投资多元化,能达到 2/3 正确比例的人都寥寥无几,他自认为可以做到。根据投资多元化的原则,他建议每个投资者至少持有 10 只股票,动用数百万美元资金的投资者多元化的程度还应大一点。即使你带着百倍的小心去选股,仍然无法保证未来万无一失。哪怕发生一次重大的溢油事故,或者竞争对手出人意料地取得技术进步,或者政府强硬干预,都可能腰斩你的股价。另外,初涉股市的你可能还没有经历过大风大浪,因此务必要做到投资多元化,而且要从企业、行业、风险、国家多种角度实现投资多元化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坦普尔顿重视自下而上分析，强调首先从公司层面分析股票

坦普尔顿重视自下而上的分析，强调首先从公司层面分析股票。如果分析的结果集中指向某个国家，那就选择这个国家的股票。这种集中看起来可能和该国的宏观经济前景有关，但分析的初衷却与此无关。坦普尔顿强调，即使使用这种方法也要尽力避免投资对象过度集中于某个国家。

共同基金公司的经理在全世界范围内进行投资多元化的人屈指可数，这让他很惊讶。投资者把投资分散于多个国家，不但能够找到更廉价的股票，还能降低投资风险。一个国家的经济总会发生波动，股市也一样。一个国家处于波动状态，其他国家的形势可能完全不同。例如英国出现熊市的时候，日本完全可能出现大牛市。

了解社会、经济、政治环境

坦普尔顿用大量时间了解世界各国的社会、经济、政治动态。投资者在评估企业未来赢利能力及相关风险时必须考虑这些因素，做不到这一点就不可能发现廉价股票。

坦普尔顿亲眼目睹了政府允许自由创业所释放的巨大精神力量。他认为，国有化（甚至是没收）让投资者得不到公正的补偿，政府过度干预经济可能形成价格管制等扭曲经济的活动，这会压制企业家创造财富的热情。

坦普尔顿寻找那些政府决心实行资本主义和自由市场经济制度的国家和地区。1936 年于牛津大学毕业后，他曾到世界各地旅行，其中包括印度和中国香港。当时香港和印度都很贫穷，街边有很多奄奄一息的穷人。多年后他再次造访这两地，香港发生了明显变化，而加尔各答还是老样子。他认为导致这种差距的原因是企业环境和社会制度。印度政府习惯于事无巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细地干预经济，因此社会进步很小，但香港政府坚持不干预经济，给企业提供了宽松的环境。结果40年后香港的生活水平提高了十倍，而加尔各答几乎没有任何进步。

以坦普尔顿对中国香港和中国内地关系的了解，他相信，随着香港的回归，内地的经济潜力将得到释放，香港的管理经验能让十多亿内地人受益。内地不仅会得到香港这个发达的金融中心，还会得到大批经验丰富的企业管理人才。我们事后看中国当年的变化觉得一切都显而易见，但坦普尔顿分析中国时正值20世纪80年代末，当时能看清这个形势实属不易。

以他对日本社会和日本人性格的了解，他发现，勤奋、节俭、社会凝聚力正是20世纪50年代日本经济增长的潜力所在。他先于绝大多数西方观察者看到这一点，然后利用他对日本社会、经济、政治制度的了解做出正确的判断，赚到了钱。

1990年美国发生经济衰退，联邦政府出现赤字，基础利率达到21%，这使得美国股市陷入深度悲观，坦普尔顿却对世界经济持乐观态度。综合当时的世界局势他预测，世界经济将进入史上最繁荣的20年。在此后10年里，道琼斯指数上涨了一倍以上。

很明显，熟悉股市的历史能帮助你成为好的投资者。历史事件经常会重演。新一代的股民对市场的过度反应与老一代股民的行为如出一辙。如果投资者能够看清楚新的事件只不过是历史事件的再次上演，那么他就可能抓住机会。2003年，尽管美国国内普遍看好经济前景，但坦普尔顿用更宽的视野看到了美国经济存在的一些问题。世界经济失衡(例如美国储蓄率不足)逐渐放大，致使美元趋向疲软，美国住房市场泡沫开始形成。他说将有50%的股票会下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信念和性格特点

坦普尔顿说，任何能力正常的有决心、有自我控制能力的人都能在一定程度上培养出图 4－1 所列的性格特点。

精神信仰和祈祷

他认为高度的道德标准和宗教原则是人生幸福和成功的基石，祈祷能够净化他的思想，增强他的洞察力，对他的成功至关重要。

机动灵活

在投资组合中对各种投资类型都保持灵活、开放的态度很重要。没有任何一种有价证券永远是最好的投资手段，有时候适合投资债券，有时候适合投资蓝筹股，有时候适合投资周期性企业，有时候则适合投资其他类型的股票。如果某一种投资形式非常受投资者欢迎，那么继续持有这类投资可能已经不合时宜。投资者要始终坚持机动灵活的理念，要知道有时候持有现金更合适，因为持有现金有利于抓住新的投资机会。

假设你投资石油类股票，而且近年来的业绩不错，那么你就该想想继续持有这些股票是否合适。看看今天的股市，想想这样的问题："今天的行情中有哪些不利因素？"两三年来可能石油股都是廉价股，但现在可能已经不是了，继续持有这样的股票是不明智的。要寻找那些近期表现最不好的有价证券，然后评价这些股票是不是廉价股。

耐心

以长线投资为目的购买股票需要有耐心，因为股市经常需要相当长的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间才能出现价格反弹并回归合理价位。你买的股票可能连续几年内都不被市场看好。坦普尔顿在 20 世纪 50 年代和 60 年代初以先见之明买进了日本股票，但起初并没有收益，在经历了漫长的等待后才在 60 年代后期和 70 年代等到股价大涨，业绩才超过其他基金经理。

购买被别人忽视的股票要等待短期业绩好转。股票的短期收益开始上升会吸引短线投资者——有些股民只根据即期行情买卖股票，然后股价才会上涨。

不要为了购买其他上涨的股票而放弃手里的股票

即使有丰富投资经验的投资者也会觉得难以承受投资业绩不好所带来的压力。别人投资都赚钱了只有你买的股票不断下跌，你就会怀疑自己的判断力。坦普尔顿告诫我们要做好面对连续几年业绩不好的心理准备。要对自己的方法有信心，如果你做了充分准备，市场迟早会重新认识到你持有的股票的价值并给你带来收益。不要为了购买其他上涨的股票而放弃手里的股票，只要你做了合理的推理和分析，持有廉价股在长期会给你带来很好的回报。

广泛的交际圈

坦普尔顿天生喜欢交际，朋友圈子很大。这些朋友都是熟知某个行业或某个国家的人，如果有需要他可以随时打电话向他们了解情况。他说他的朋友有几百人，几乎遍布美国各行各业，有一些是国外的朋友，这些朋友和他都很熟，在投资方面能给他很多帮助。例如，他如果想了解英国汽车行业的情况，就可以打电话向了解这方面情况的朋友进行咨询。即使我们不能像坦普尔顿那样有那么多消息灵通的朋友，但我还是认为应该把建立关系网作为投资活动的基本内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积极的心态

坦普尔顿曾引用过圣保罗(St. Paul)的一句话:控制情感是思想之树结出来的九颗果子之一。认真关注内心世界的活动对每个人都很重要。他说:“思想决定行为,如果想做得更好,就要管好你的思想……把你的想法用在有价值、有意义的方面。”①

控制情感让他能够做到专注、坚持、勤奋。他认为每个人都能做到控制情感,建议我们放下杂念,只留下好的、积极的想法,这样你就不会想那些不好的事。要放下挑剔、嫉妒、恼怒、狡诈、仇恨的情绪以及以自我为中心的心态,还要放弃与你人生的重要目标没有关系的浪费时间的想法。他很少看书,也不怎么看电视,他说生活里有那么多要紧的事要做,没有时间做这些了。

正面思维

要有做事的决心,要调动思想和行动把事做成,不要自暴自弃。

> 悲观的人很难做好一个企业,实际上差不多成立任何组织都需要乐观精神,无论是企业、教堂,还是慈善机构。只有想成功的人才会取得成功。②

挫折不等于失败,挫折是学习的机会。即使非常成功的坦普尔顿一生

---

① John Templeton quoted in Proctor, W. (1983) *The Templeton Touch*, New York: Doubleday, pp. 90—91.

② 同前注,p. 93。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中在创业方面也犯过十多次错误。真正成功的人能够从自己和别人的失误中吸取教训。

他告诉我们，每天一觉醒来都应该以感激之心想五件事，这能影响你一天的工作情绪。如果内心充满感激之情，就不会时不时地顾影自怜，也不会觉得受人歧视。

尽量不要忧虑，也不要常有消极情绪。20世纪在股市上赚到钱的人都是对经济和股市抱有乐观态度的人。尽管股市有时候下跌，甚至崩盘，但迟早会涨起来。实际上，这个世界联系越来越紧密，创业活动越来越自由，工商业会越来越繁荣。

最后我再引用坦普尔顿关于积极心态的话：

> 我完全相信自己是一个具有积极心态的人。我非常感谢上帝给了我们数以万计的保佑，感谢我生长的时代，我觉得每个人都该享受生活的乐趣，不要想其他。另外，我真的认为积极的心态对人的帮助极大，不仅提供精神动力，改善人际关系，还能在金融活动和人生的方方面面发挥积极作用。[①]

不过他从来不会让积极的心态妨碍他以理性、务实的方法评估和分析投资对象。

简约

简约不等于愚蠢或无知，简约的意思是在全面搜集、分析某个行业或企业的信息的基础上抓住最核心的内容，简明扼要地列明企业或行业的优势和劣势，不要搞得很复杂，不必用数学公式，也不必花时间搜寻企业的最新

---

① 同前注，p. 93。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消息，只要关注基本的原则就够了。

他在私生活中也坚持简约的生活方式，他成为百万富翁以后仍然在理发店的楼上租用办公室，终其一生都只乘经济舱旅行。

难点和不足

掌握坦普尔顿的投资方法并不容易，其中主要难点有：

- 充分了解世界各国的市场和企业需要大量的时间和丰富的知识。
- 建立一个由专业人士组成的熟知多个国家情况的朋友圈子，需要具备相当的社交能力、社会地位和专业投资技能，很多人并不具备这样的条件。
- 坦普尔顿提出的非凡的投资原则，对很多人而言只是一种理想，实际上却做不到，因为生活里还有很多重要的事情要做，例如一个人每周工作 60 小时可能无法兼顾生活，也无法照顾工作搭档和子女的生活。另外，坦普尔顿极其简朴的生活方式与满足家庭正常需要之间也可能有矛盾。
- 在股市中做少数派进行逆向操作需要承受巨大的压力，很多人不具备这种能力。

坦普尔顿的精神财富

尽管我们无法效仿坦普尔顿的全部投资哲学，但至少可以借鉴一些合理的理念：

- 当股市陷入极度悲观、投资者倍感绝望的时候，通常是买进股票的最佳时机。当每个人都信心满满，发现在股市赚钱很容易的时候，就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最该警惕的时候。不要一看到股市下跌就简单地判断市场上出现了廉价股票。例如，2007 年英国、欧洲大陆以及美国的股价都低于 2000 年，但并不等于 2007 年股市出现了大量廉价股。要注意股票市盈率的周期性波动，股票价格与 10 年平均收益的比率，把这些指标与股票长期平均数值进行比较，就能判断出股市是深度下跌，还是股民因为一些短期损失在小题大做。过去 20 年里我们习惯于看到政府拯救经济或拯救银行、汽车这样的重要产业，因此我们总会指望政府降低利率刺激股市反弹，因此影响股市的两个要素“贪婪与恐惧”中没有了恐惧，这会导致股市很难下跌至出现廉价股的程度，只会出现类似 2008 年至 2009 年冬季那样的短暂下跌。股市的市盈率较长时期内处于一位数状态已经是很久以前的事了，而这种股市正是坦普尔顿的投资对象。前文说过，即使股市的整体价格水平合理甚至偏高，出现廉价个股的可能性仍然是有的。只要恐惧的心理重新回到股市，我们就会发现大量的廉价股。

- 不要只是盯着手里的廉价股，要放眼其他国家。你不必熟悉很多国家，即使关注屈指可数的几个国家也能帮助你找到更多的廉价股，同时你还提高了投资的多元化程度。
- 根据未来五年利润预测情况估计企业价值，这能让你重点关注决定企业价值的因素，例如战略地位、管理质量。
- 不断比较所持有的股票的价格和价值之间的差距，然后在现有的股票和目标股票之间进行比较，最后用价格和价值差距最大的股票替换差距最小的股票。
- 了解世界各国政治、社会、经济发展动态。如果你没有这么做，那么现在就定期看《经济学家》(*Economist*)和《金融时报》(*Financial Times*)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 培养合适的性格特点，例如耐心、控制情感、简约、缜密的分析习惯，符合伦理的行为，通过祈祷保持思想的纯洁性，提高对业绩长期不佳的承受能力。
- 做值得尊敬的事，做慷慨的人。“真正值得拥有的成功是能够帮助他人的成功。”[1]

[1] Templeton, J. M. and Ellison, J. (1992) *The Templeton Plan*, New York: Harper Paperbacks.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 五 章

乔治·索罗斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔治·索罗斯(George Soros)是最受尊敬的对冲基金经理,他以资产价格“远离均衡”理论为基础,投资于多种资产、多个产业、多个国家,为他本人也为量子基金公司(Quantum Fund)赚取了巨额财产。量子基金公司最初26年的年化投资收益率接近35%。量子基金1969年的1,000美元到20世纪90年代中期已经增值到100万美元。

可以从索罗斯这里学到下列内容:

- 从新的角度观察市场价格的行为:市场价格是双向反馈机制,即市场的参与者(例如投资者)根据自己的判断(包括误判)影响市场的价格和基本面,同时被影响的市场价格和基本面也会影响市场参与者的判断。
- 利用集体不理性。
- 独立判断,独立决策。

索罗斯认为自己首先是一位哲学家。他早期形成的哲学观念认为,社会群体中的人类行为会经常偏离近似均衡的状态(即偏离正常的经济、政治、社会基本状态),而进入远离均衡的状态。对金融市场的观察和判断只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过是他的“反射”理论的具体应用，他的理论也可以解释开放的、有规则的、民主的社会状态变成日趋封闭的、专制的社会的原因，还可以描述、解释人类的爱与恨等行为和其他现象。

索罗斯写了几本专著介绍反射理论，也就是参与者的看法和客观环境之间的双向互动循环的理论。丰富的人生阅历让他清楚地看到人不会根据当前的事实做决定，而会根据对形势的预期和判断做决定。人的行为可以改变环境，即改变基本面（例如一国的房价或网络股的价格），被人的看法所改变的基本面反过来会再次改变人们的看法，如此反复。

在20世纪80年代，真正理解索罗斯哲学理论的人寥寥无几，因此他一度把自己称为“失败的哲学家”。在社会学方面有了重大发现的人总是想让别人知道自己的发现，索罗斯也想让人们关注他的理论，于是他坚持写书，不断阐述自己的理论。2008年金融危机发生后，他的理论很好地解释了产生此次危机的根本原因，于是他的理论终于在理论界、政界、市场领域得到了应有的承认。诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）这样评价索罗斯：“我认为，对他的思想感兴趣的经济学家会严肃地对待他的作品，并从他的作品中获得思想的启迪。”[①]哈佛大学前校长、奥巴马总统首席经济顾问劳伦斯·萨默斯（Larry Summers）说：“反射理论是正确并且重要的思想。”[②]保罗·沃尔克（Paul Volcker）说：“我认为他把问题看得很透彻……他是一位富有想象力和煽动力的思想者……他针对市场经济的机制和失灵问题提出了很好的理论。”[③]如今，索罗斯说已经不再认为自己是个失败的哲学家了。

---

① Joseph Stiglitzquoted in “The credit crunch according to Soros,” C. Freeland, *Financial Times*, 31 January 2009.

② Larry Summers quoted in “The credit crunch according to Soros,” C. Freeland, *Financial Times*, 31 January 2009.

③ Paul Volcker quoted in “The credit crunch according to Soros,” C. Freeland, *Financial Times*, 31 January 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯1992年成功挑战英镑在欧洲汇率体系下的高利率政策，在几天内赚得10亿美元，但他之所以著名，不仅因为这类金融市场的战绩，也因为他是世界范围内的促进社会开放的重要推手（累计捐助50亿美元），还因为他是包括奥巴马总统在内的重要人物的亲密朋友。这一切对于一个曾经身无分文，四处躲避纳粹主义的迫害，忍受极权政治的暴行，在英国遭受冷遇的少年来说，可谓是翻天覆地的变化。

纳粹和落后的经济体制

早年的生活经历对索罗斯产生了非常重要的影响，这让他不再从常规角度看价格机制、政治制度或其他人类组织方式，而是提出了一套全新的理论。他认为，人们努力了解所看到的基本事实并采取相应行动，不仅会导致基本事实发生改变，还会导致改变后的基本事实反过来改变人的看法（包括错误的看法）。

索罗斯1930年生于匈牙利的一个犹太家庭，母亲是一位非常慈爱但很内向的人，喜欢刨根问底，喜欢自我批评，甚至带有自我惩罚的色彩。索罗斯说他继承了母亲自我批评的个性，想战胜内心里对失败的恐惧正是促使他取得巨大成功的原因之一。

索罗斯的父亲提瓦达（Tivadar）性格外向，处事周全，热忱关心他人的命运。尽管提瓦达有这些优点，但从来不对别人坦露心迹。索罗斯很崇拜他的父亲。提瓦达曾经是一位热血青年，“一战”爆发后志愿参军，晋升为中尉，后来被俄军俘虏，押往西伯利亚的战俘营。即使在战俘营他还一度雄心不减。他主编了战俘营里的报纸，给它取名叫《板报》（因为用手写后贴在木板上）。他在战俘营赢得了广泛的支持并被推举为战俘代表。后来附近的战俘营因为发生了战俘逃跑事件而枪毙了战俘代表，以儆效尤。提瓦达决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心尽快逃出战俘营，免得成为别人越狱的替罪羊。

提瓦达挑选了30个有不同技能的人，有木匠、厨师、医生等等，趁机逃出战俘营，做了一个木筏顺着河流漂向大海。问题是西伯利亚地区的河流向北流入北冰洋，他们几周后才意识到自己犯了错，于是开始长途跋涉穿越俄国红军和白军混战的战场。他在经历了恐怖的暴力行为后，认识到人最重要的就是活下去，雄心壮志是没有任何意义的。财富和影响力对他已经不再重要，他只想享受生活。尽管如此，乱世中的艰苦生活不仅让他学会了重要的生存技能，还让他认识到一个社会迟早会摆脱远离均衡的状态。

他们改姓索罗斯，因为“Soros”在任何语言里都可以发出音来

乔治六岁前姓施瓦兹(Schwartz)，但当时犹太姓氏在匈牙利受到严重的歧视，因此施瓦茨全家人开始酝酿改姓，最后决定改为索罗斯(Soros)，因为索罗斯这个词在任何语言里都可以发出音来，在匈牙利语里“Soros”的意思是“候选人”，另外索罗斯这个词反过来读还是“Soros”。

大屠杀的幸存者

乔治·索罗斯是很普通的学生，喜欢体育和游戏(《大富翁》是他的最爱)。他的数学很差，但很喜欢哲学。他13岁那年从美术馆回家的路上看到了德军坦克——1944年3月德军入侵了盟国匈牙利。

乔治后来说这是他一生中最兴奋的生活经历。提瓦达很快意识到正常的生活被打断了，正常的规则没有用了。乔治认为他父亲在这期间是最伟大的。提瓦达知道遵纪守法是“危险的毒药”，阳奉阴违是唯一的出路。第二次世界大战变成了锻炼全家生存能力的大课堂，提瓦达是全家的导师，乔治把在这期间培养的能力用于后来的投资生涯，让他受益终身。俄国革命的经历教会了提瓦达该怎么做。他行事果断，为全家伪造了身份证明，给家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人寻找藏身之所。他不仅帮助家人，还救了几十人。索罗斯认为这段生活是他一生最幸福的时期。纳粹屠刀下的生活竟然是他最快乐的生活，这话听起来不可思议，但作为一个喜欢冒险的 14 岁的孩子，每天看到敬爱的父亲主持局面帮助他人，产生这样的想法也在情理之中。索罗斯说，长大以后遇到的任何风险都不能和纳粹屠刀下的生活相提并论。

苏联

1945 年苏联占领匈牙利后，曾一度给匈牙利带来一些创业机会，但经济体制上的诸多问题严重束缚了这个国家的经济，因此大部分时期匈牙利经济都死气沉沉。而这也让索罗斯养成了正确、客观地看待现实生活的习惯。他两次生活在远离均衡的状态，一次是德国占领匈牙利时期，另一次是苏联占领时期，两次经历所形成的见识对他日后成为成功的对冲基金经理有着重要意义。俄国革命教会了提瓦达怎样生存，纳粹统治教会了乔治怎样生存，所有这些经历都让乔治在遇到远离均衡状态的生活时能够用自己的思维方式思考问题。

落后经济体制束缚下的匈牙利让索罗斯感到备受束缚，另外，他觉得父亲对他的管束也太多了。他告诉父亲，让一个 15 岁的孩子像 50 岁的人那样考虑问题不正常，他需要自由的成长空间。父亲建议他自力更生，并询问他的去向。由于听过 BBC 广播，对英国的公平竞争规则和电台客观的报道很感兴趣，索罗斯决定去英国。

伦敦

1947 年 9 月，索罗斯刚过了 17 岁生日就来到英国。他一没有钱，二没有朋友，遭遇了很多白眼，陷入了深深的孤独之中。他发现战后的英国生活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清苦，人情冷淡。尽管英国的远房亲戚让他睡在沙发上，但并不是很欢迎他。

他干了一个又一个的粗活，在布兰特福德（Brentford）做过游泳馆的服务生，洗过盘子，当过油漆工。有一天他打工的饭店的领班对他说，鉴于他的作风，如果努力工作可能会做到领班助理的位置。对一个怀着很高期望来到英国的年轻人来说，这句话让他跌进了人生低谷。

尽管他做了积极努力，例如报名参加英语培训班，但他感觉有一年半的时间处于每况愈下的状态，最糟糕的是伦敦经济学院（LSE）因为他英文不合格拒绝录取他。他觉得自己走投无路了，但还是尽量想些积极的事，相信到了这个程度就会物极必反，否极泰来了。没有钱又没有朋友的刺痛让他终生无法释怀。他毫不掩饰地说很害怕再过这样的生活。他认为这次经历也是让他决心赚大钱的原因之一。

没机会上大学，他决定暂时到肯特城理工学院（Kentish Town Polytechnic）学习一段时间，1949 年春，他终于通过了伦敦经济学院的考试。

索罗斯 78 岁的时候在一篇文章中详细介绍了反射原理，然后用他早期的成长经历来说明近似均衡和远离均衡的区别。他说自己出身于一个稳定的中产家庭，处于典型的近似均衡的状态。纳粹恐怖统治和僵化的经济体制打破了生活的均衡。此后他以局外人的身份在英国生活，只能通过窗户观察一个稳定、从容的社会。他刻骨铭心地体会到，稳定也是无常的。

伦敦经济学院和卡尔·波普尔

在大学索罗斯一开始学习经济学，但他很快发现自己并不喜欢这门学科，一个原因是他的数学不好，经济学却变得越来越数学化，另一个原因是他对经济学的基本假设问题更加感兴趣。例如，他质疑完全信息假设的合理性，但经济学老师却习惯把完全信息作为一种基本假设进行数学推理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他在大学生活的一个亮点是遇到了卡尔·波普尔(Karl Popper)教授，后者启迪了他的智慧，并且认真指导他学习。

> 卡尔·波普尔认为人的理性无法对真理做出没有错误的概括。即使自然科学规律也是无法证实的，因为再多的人也不可能用观察和推理对全宇宙做出全面检验。科学方法的最大优点是允许怀疑，因此科学应该作为一种假说，随时能够被证伪的假说。他宣称科学规律不能证实……因为一个反例就足以把科学理论证伪，但无论多少个例子都不足以把科学理论充分证实。①

经济学家假设经济活动的参与者能够充分认识信息，这与波普尔的理论即人的理解能力本质上就是不完全的完全对立。但经济学家一直用类似牛顿经典物理学的方法解释经济学，导致经济学变得越来越复杂，越来越数学化。

提瓦达对人的思想和行为后果的突然性、意外性与波普尔对人的认识的可错性原则不谋而合。

索罗斯不愿接受标准的经济模型，他受波普尔的影响，逐渐形成了属于自己的人类行为学理论体系，他认为人的认知错误和误解是影响历史进程的主要力量。市场参与者并非仅仅根据认识做决定，因为片面的认识不仅对市场价格有重要影响，还会影响到价格背后的基本面。

片面的认识有两种影响，很多看过索罗斯的书的人只会注意第一种影响，然后草率地认为索罗斯的理论没有多少新意——有新意的部分是第二种影响。

---

① Soros, G. (2008) *The Crash of 2008 and What it Means*, New York: Public Affairs. pp. 35—36.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一种影响：影响市场价格

第二种影响：影响价格背后的基本面。

（后面讨论反射理论）

索罗斯对思想很着迷，喜欢“观念的冒险”

索罗斯非常想成为一个有思想、有影响的职业哲学家，这个想法伴随他一生，他想让公众接受人的可错性理论，但他只得到了二级乙等学位，这意味着不太可能从事学术研究。他遇到了另一个思想家——《观念的冒险》（*Adventure of Ideas*）的作者艾尔弗雷德·诺思·怀特黑德（Alfred North Whitehead），怀特黑德鼓励索罗斯在经营实践中应用自己的理念，不必用一生的时间去做这种哲学思考。尽管索罗斯对思想很着迷，非常喜欢尝试各种观念的“冒险”，但他很明智地认识到，就经济思想和金融思想而言，从实践中学到的远比从沉思中学到的多。他用思想指导了实践，实践反过来深化了他的思想。

从时尚商品推销员到套利交易员

一个只有二级乙等学位的大学毕业生很难找到需要很多思考的工作，索罗斯为了生计不得不到一家销售公司做皮包、纪念品、低档首饰等时尚商品的推销员。他开着公司的车跑遍了威尔士海滨度假胜地的销售烟草制品零售商和其他零售店。这份工作让他在很大程度上改变了他的自我观念和人生理想。

他找到一本《股票交易年鉴》（*Stock Exchange Yearbook*），并给所有商业银行的董事都写了求职信，终于在1954年在辛格芙利兰德商业银行（Singer & Friedlander）找到了一份见习职员的工作。他一开始做一些杂务，但做得不好；后来进入套利交易部门，主要工作内容是从一个市场买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在另一个市场卖出，从中赚取微薄的差价。他所在的团队把他当成可有可无的人（其他团队也是如此），别人告诉他不太可能得到永久性的岗位。他问同事是否反对他出去找工作，得到的是很让人沮丧的答复：不反对，支持你去。幸运的是公司里另一位见习员工罗伯特·梅耶说他父亲在纽约开了一家小型券商 F.M.梅耶公司（F.M. Mayer），正在招聘负责在华尔街从事套利交易的工作人员。

纽约

于是 26 岁的索罗斯只身来到华尔街，从国际套利交易做起，在一个国家买进有价证券，然后在另一个国家卖出。欧洲共同市场形成后很多美国人在欧洲证券市场投资，索罗斯在做套利交易的同时还从事证券分析和推销员的工作。

F.M.梅耶公司

索罗斯为自己制订了五年计划，准备在华尔街好好干，赚够 50 万美元就回到英国继续研究哲学。公司安排他购买欧洲市场的黄金和石油股。苏伊士运河危机搅乱了石油市场，石油股变得异常活跃。他利用在伦敦的关系购买了可以在美国上市的欧洲股票。

他工作极其努力，交易日里没有休息过一天，甚至父母到美国定居他连到码头接一下的时间都没有。没有朋友，甚至成了孤家寡人，但他喜欢这样。他和一些大型金融机构建立了联系，并且受到了摩根斯坦利银行（Morgan Stanley）和华宝银行（Warburg）的赏识。他的自信心越来越充足，提前很多年完成了五年计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威特汉公司

1959年底索罗斯与安娜丽丝·维沙克(Annalise Witschak)结婚。他感觉梅耶公司的工作缺乏保障,决定到收入高一些、规模大一些的威特汉公司(Wertheim)就职。当时欧洲企业和美国企业相比账务不透明,索罗斯不得不像侦探一样通过纳税报告这一类蛛丝马迹估算企业的实际价值。他精通德语、法语、英语、匈牙利语,能够与企业高管当面交流,因此比在美国工作的其他欧洲证券分析师获得的信息质量更高。他很有开拓能力,最早发现了一批包括德国德累斯顿银行(Dresdner Bank)、安联保险(Alianz)和一些制药企业在内的非常成功的企业。

他发现能够进行自我批评是他的优点之一。他承认自己和其他投资者会犯同样的错误,但自我批评的态度帮助他及时认识到大部分错误并在造成严重后果以前纠正错误。工作中的索罗斯大胆,甚至傲慢,却从来都羞于说出自己对哲学的热爱,他经常利用晚上和周末时间研究哲学思想,希望用历史经验来证明人的可错性理论。

在欧洲市场失利与对冲基金

1963年索罗斯因为与威特汉公司高管意见不合,跳槽到阿诺·布莱克洛德公司(Arnhold and S. Bleichroeder),负责股票交易及理财,主要内容是研究全球市场并进行交易。不幸的是肯尼迪总统针对国外购买证券出台了15%的附加税。索罗斯的主要业务遭到紧急叫停,有一段时间他主要的工作是把买来的欧洲证券再卖回去,但总的来说处于无所事事的状态。

幸运的是他的工作很有保障,于是他开始专注哲学研究并且制订了三年规划。

1966年索罗斯的工作重心重新回到投资领域。为了解美国证券市场,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他动用10万美元的公司资金设立了一个试点账户，然后把这些资金分成16份，购买他认为有前景的公司的股票。他随时记录下每次购买股票的理由，然后每月评估投资组合并进行讨论。他想了解企业增长速度、风险、收益之间的关系以及如何实现投资回报最大化。这样他不仅探索出了一种新的业务模式，还学会了投资。现实生活让他摆脱了真空般的哲学研究，开始实际接触投资活动。他试着和几位投资者交流自己的设想，都得到了积极的响应。

1967年，这个试点账户发展成为小型的投资基金——第一雄鹰基金(First Eagle Fund)，索罗斯担任基金经理。公司是一家共同基金，成立时只有300万美元资本。1969年又成立了双鹰基金(Double Eagle Fund)，资本400万美元。双鹰基金是对冲基金，这为索罗斯使用各种投资策略和手段提供了方便(例如用融资杠杆做卖空交易)。

双鹰基金让索罗斯终于有了实践自己哲学思想的投资舞台，还可以进一步检验股市涨跌的反射原理。终于为自己的理论找到了应用平台，索罗斯非常兴奋。

索罗斯成立的两只基金都遇到了利益冲突的问题。阿诺·布莱克洛德公司是一家券商，其职责是帮助客户进行证券交易，例如推荐购买某只股票，同时公司也在经营投资基金。有些无原则的兼做股票经纪和投资基金的企业通过欺骗的方式诱使客户购买投资基金公司所投资的股票，为此美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission)制定了专门措施防范此类利益冲突。索罗斯很清楚，阿诺·布莱克洛德公司的主营业务是股票经纪，不会长期支持基金业务的发展，于是他不得不离开公司成立了自己的投资基金公司。索罗斯很喜欢阿诺·布莱克洛德公司的人，但成立自己的基金公司除了美国证券交易委员会的因素以外，还有更重要的原因是不愿再与企业分享投资管理费。这一切最终促使他在1973年成立了索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗斯基金管理公司(Soros Fund Management)。

索罗斯基金管理公司和量子基金公司

索罗斯基金管理公司(简称 SFM)位于曼哈顿,只有两间办公室,全部员工只有索罗斯本人、新加入的合伙人吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)以及两位秘书。双鹰基金的股东要么继续持有阿诺·布莱克洛德公司的股份,要么作为索罗斯基金管理公司的股东。当时双鹰基金的股本已经达到 2,000 万美元,其中 1,300 万美元转入索罗斯基金管理公司,随着其他投资者陆续加入索罗斯基金,不到一年时间公司的基金规模就增长到 1,800 万美元以上。

> 为纪念量子物理学家海森堡的测不准定理,他把公司命名为量子基金

索罗斯不希望自己的名字太过张扬,为纪念量子物理学家海森堡(Heisenburg)提出的改变了传统因果观念的测不准定理及其对可证伪理论、反射理论、非完全决定理论(蕴涵了数值突变的理论)的贡献,他把公司命名为量子基金(Quantum Fund)。

量子基金的主要投资者是欧洲的富裕阶层,机构投资者不多,主要是个人。实际上,即使几十年后量子基金的规模达到数百亿美元,股东的数量仍然不多(从来没有超过 1,000 人)。索罗斯从来没有主动寻找股东,公司也几乎没有增发过股票,量子基金主要靠内部积累,正如索罗斯所说,每年 40%的复合增长速度足够快了。

索罗斯和罗杰斯搭档效果非常好,罗杰斯是能够理解索罗斯关于市场与投资者认知之间双向动态互动理论的为数不多的几个人中的一位。索罗斯高度称赞罗杰斯,说他是非常勤奋的杰出的分析师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量子基金投资股市、债券、货币、大宗商品以及任何值得冒风险的业务。他们既做多也做空，利用各种手段实现利益最大化。做股票时50%的资金靠融资，做债券的时候融资比例更高，用1,000美元的资本金至少可以购买5万美元的长期债券。有时候他们从其他机构借入股票和债券后再做卖空交易，通常买回来的证券总会比卖出时的价格低一些。

索罗斯基金管理公司按照年收益额的20%收取绩效管理费并按资金额的1%收取资产管理费。这些收入大部分都进了索罗斯的腰包，因此他变得非常富有。

索罗斯工作极其努力，每天5点起床，忙碌一天后晚上9点休息。不到五年，基金公司的规模就增长到1亿美元，但这些并没有让他高兴起来。他全力以赴工作，搞得自己非常痛苦。基金投资的日常工作压力很大，做空交易的压力尤其巨大。他感觉很不好，甚至觉得公司成了他的累赘。他说自己和基金公司已经血脉相通，因此尽管基金公司给他带来了巨额财富（大约2,500万美元），他还是痛苦到濒临崩溃的地步。他决定不再从事基金业务，只负责总体监管和重大决策。这个决定给他做其他事情如旅游、读书等提供了时间。

公司不断成长，索罗斯认为有必要进新人，但是罗杰斯不同意，他喜欢和索罗斯的密切合作关系，不愿接纳外人。由于在引进新人问题上有分歧（在是否改变对员工苛刻的要求方面也有分歧），索罗斯决定终止合作关系。这件事发生在1980年。1981年9月索罗斯把量子基金的大部分资本委托给其他经理经营，他本人不再从事具体管理，只担任公司总监。

不过，索罗斯发现很难找到信得过的经理（可能因为他不愿意放手），于是他1984年重新回到一线经理的位置。1987年，斯坦利·德鲁肯米勒(Stanley Druckenmiller)读了索罗斯的《金融炼金术》(*The Alchemy of Finance*)一书后开始关注量子基金。德鲁肯米勒认为这本书启发思维，还和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯讨论了书中的一些理念。1988年，德鲁肯米勒接手了量子基金的宏观投资部门管理工作。索罗斯仍然是公司老板，但管理得越来越少，因为他正热衷于促进欧洲、俄罗斯、中国社会开放的活动。索罗斯和德鲁肯米勒形成了近似师生的关系。德鲁肯米勒及其他经理会向索罗斯请教并倾听他的高论。目前索罗斯基金管理公司一半的利润归公司管理团队所有。

击败英格兰银行

1992年英镑还是欧洲汇率机制(European Exchange Rate Mechanism)成员，欧洲汇率机制下各国货币的汇率可以在有限幅度内波动。苏联解体、两德统一后，欧洲汇率机制一下子陷入索罗斯所说的远离均衡状态。西德出于政治考虑，同意东德货币以很高的汇率兑换德国马克，加上西德给东德注入了大笔资金(主要用于解决东德政府的赤字)，德国经济面临着巨大的通胀压力。

德意志联邦银行(The Bandsbank)是完全独立的中央银行，承担着调整利率抑制通胀的责任。当时欧洲大多数国家都处于经济衰退期，英国经济形势尤其严峻，提高利率完全不利于当时的经济形势。由于德国央行继续实行紧缩的货币政策，因此无法继续承担欧洲汇率机制下基准银行的作用。这一变化导致欧洲汇率机制从近似的均衡状态陷入远离均衡的状态。

与此同时，政界都在谈论建立欧洲统一货币的问题，这威胁到了德意志联邦银行自身的生存。索罗斯注意到德意志联邦银行内部求生的愿望非常强烈。德意志联邦银行认为《马斯特里赫特条约》(Maastricht Treaty)直接威胁到了该机构的生存，因此很不喜欢这个条约。

三个原因导致了矛盾的升级。一是德国需要实施比欧洲其他国家更加紧缩的货币政策。二是德国央行认为德国政府实施的财政政策过于宽松。三是德国央行需要为生存而战。索罗斯认为导致矛盾升级最重要的原因是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三条，但这一条也最容易被人忽视。

索罗斯听了德意志联邦银行总裁所做的一场报告，报告说如果投资者认为欧洲统一货币是由一篮子固定利率货币组成的那就大错特错了。索罗斯判断总裁这番话直指疲软的意大利里拉。报告结束后索罗斯问他是否喜欢欧洲统一货币。索罗斯说："他说欧洲统一货币作为一个概念他喜欢，但不喜欢这个名字。他希望欧洲统一货币的名字叫马克。我心领神会，我们应该做空里拉。实际上此后不久意大利里拉就退出了欧洲汇率机制。很明显，英镑的处境同样很不妙。"[①]索罗斯推测，德意志联邦银行为了维持自身的欧洲货币政策龙头老大的地位会不惜牺牲欧洲汇率机制。

英镑加入欧洲汇率机制时汇率高得出奇。后来由于德国提高利率，英国为防止投资者抛售英镑买入马克，进而导致英镑突破欧洲汇率机制规定的汇率下限，决定提高利率以保持英镑的吸引力。英国先是提高到 10%，后来提高到 12%，最后提高到 15%，在经济深度衰退时期实施如此高的利率严重抑制了英国的消费和投资需求，同时英镑兑美元保持高汇率也抑制了英国出口。索罗斯和德鲁肯米勒认为提高利率是英国政府饮鸩止渴的行动，英国政府已经进退两难：要么让英镑贬值，要么让经济形势进一步恶化。

索罗斯建议他"扼住对方咽喉"，拿出 100 亿美元资本豪赌一次

德鲁肯米勒向索罗斯说明了他判断英镑会大幅贬值的理由，他提议做空英镑，将资金兑换成马克或其他强势货币。索罗斯给了他很明确的答复：既然德鲁肯米勒已经判断英镑会贬值，那为什么只用二三十亿美元去赌一次呢？索罗斯建议他"扼住对方咽喉"，拿出 100 亿美元资本豪赌一次。

不出几天英镑果然贬值了，量子基金净赚了 10 亿美元，索罗斯一下子

① Soros, G. (1995) *Soros on Soros*, New York: John Wiley and Sons Ltd., p. 81.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名扬世界，被人们称为“击败英格兰银行的人”。他成功的秘诀是为彻底的、全局性的变革做好了准备。市场上的其他投资者只在现有格局内思考，他们很难像索罗斯那样引发革命性的变化。由于童年的经历，索罗斯对革命性变化的把握能力远胜常人。尽管其他人都相信英国政府所说的英镑会坚如磐石，索罗斯和德鲁肯米勒却认为变革不可避免。

反射理论

要了解索罗斯的投资方法就要深入了解反射理论，下面介绍这部分内容。

- 首先介绍经典经济学中广为接受的与反射理论内容相悖的重要假设。
- 然后介绍反射理论的基础理论。
- 最后用反射理论解释资产泡沫形成的原因。

经典经济学

启蒙运动(The Enlightenment)认为，世界的真理早已存在，只是等待人们去发现；理性是照亮真理的一束光，因此世界可以分为两部分，一部分是人对世界的认识和理解，另一部分是客观世界。意识活动不会改变客观事实，因此自然科学可以以合理的精确度解释和预测事件。

经济学以及其他社会学“研究”(索罗斯不喜欢把社会学看成一门科学)采用和牛顿物理学类似的研究方法，用“定律”解释重要现象。为了让经济学研究更像一门“科学”，经济学者通过一系列假设对研究加以简化，例如假设市场参与者能够根据完全信息做决策，或者供给曲线和需求曲线互相独立(在经济学曲线里，供给不影响需求，需求也不影响供给，供给和需求只会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相交于某一点）。

在自然科学领域有必要把认识和客观世界分开来研究。客观事实必须独立于对客观事实的认识，因此无论观察者怎么看地球运动，地球都会按照固定的规律绕着太阳运转。很多经济学者仿照物理学模型描述经济活动，如图 5－1 所示。

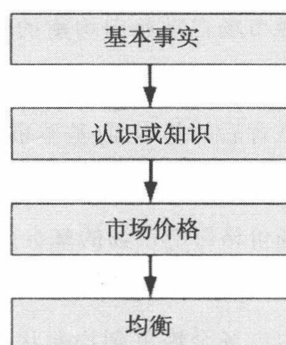


图 5－1 经典经济学理论

这种模式离开物理学范畴应用到其他领域经常会遇到问题。社会现象中的客观事实和认识是很难区分的，决策者在观察世界的时候，为了保证客观需要保持自身的独立，但他们永远也改变不了的一个事实是他们自身也是被观察对象的一部分。例如，某人或者租赁机构想了解房屋租赁市场的情况，但只要他们一接触市场，就会影响住房市场的供给、需求和价格。经典经济学范式认为供给曲线和需求曲线决定了市场价格，但很多实际情况表明供求曲线本身会受到市场的影响，也就是价格决定了供求曲线，其结果是价格波动，而不是供求平衡。

再举一个例子，人们认为，当市场出现衰退迹象时人们能够及时发现衰退，索罗斯的看法恰好相反，他认为正确的说法是市场帮助人们形成了一次衰退预期，即

- 市场总是处于某种偏离状态；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 市场能够影响人们的预期。

例如，我们很难判断金融市场对 2008 年美国住房抵押市场的新闻报道做出的反应是不是经济衰退的原因。

索罗斯的理论范式

索罗斯认为，关于金融市场自动趋向均衡的流行理论不但是错的而且是误导人的。首先，金融市场的价格从来没有真正反映市场的基本事实；其次，价格扭曲经常影响价格背后的基本面（基本事实），并对价格和基本事实的变化产生深刻影响。市场参与者的错误认识、错误理解、错误判断会影响市场价格，更重要的是市场价格影响市场的基本面。

尽管经济学经典模型从理论上承认市场的非均衡状态，但认为非均衡是随机出现的，很短时间内市场会恢复到均衡状态。索罗斯认为市场价格不会回归到理论上的均衡点，而是总会背离理论上的均衡点。

了解预期的作用是理解反射理论的关键。金融市场的参与者对事件会有预期，这种预期不仅影响供给，还影响需求。参与者根据对未来价格的预期做出买进或卖出财产的决定，而未来的价格又取决于当前的买卖决定。

> 如果供求曲线独立于市场价格，那么自我强化的趋势怎么会持续下去呢？

资产价格上升常会吸引买家，资产价格下跌常会引发卖出行为，这就是所谓的自我强化趋势。任何涉足过金融市场的人都能体验到这种自我强化趋势。索罗斯曾经意味深长地问：如果供求曲线独立于市场价格，那么自我强化的趋势怎么会持续下去呢？

市场参与者的认识会产生双重效果。一方面，他们试图认识一个事件；另一方面，他们的认识（或错误认识）会影响事件的发展，两种效果相互作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用。只要参与者不能够完全认识事件，事件的发展就带有不完美的印记。

"反射"(Reflexive)一词源自法语，意思是主体和客体为同一个，这个词也有映射的意思。

我们受到的传统教育是认为事件是某些事实的结果，即一组事件导致另一组事件发生，如此发展，永无止境。不过，人类对世界产生影响并不是通过这种方式。决定事件发展的首先是人的思维，然后是由人的思维所进一步引发的事实。

如图 5-2 所示，市场参与者带着错误认识、误解、误判观察市场的基本面，他们形成了有偏见的预期。他们用"认知功能"认识市场，结果形成了错误认识，然后带着有偏见的预期采取行动，即通过"行动能力"影响市场价格。

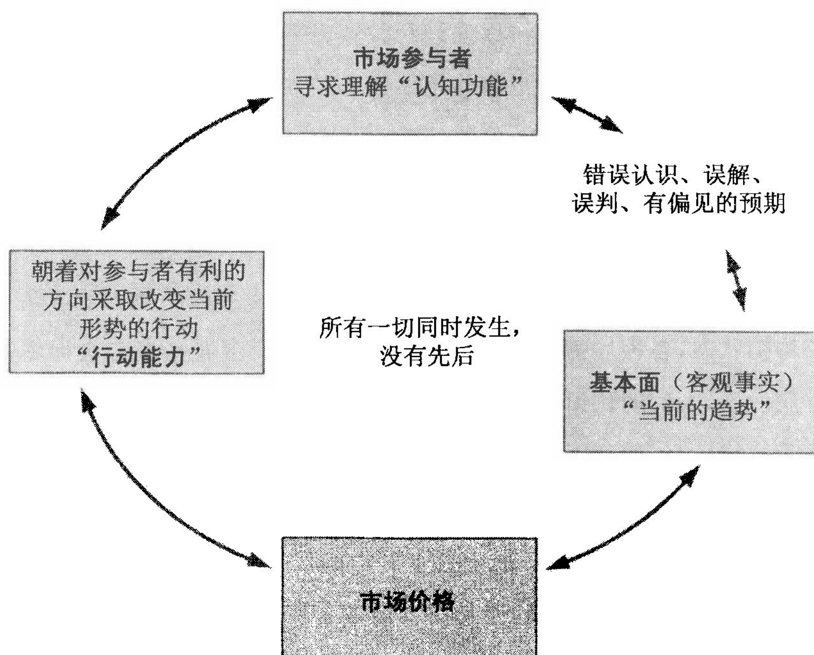


图 5-2 预期与现实的双向反射关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再介绍一个常见的概念:经典经济学理论认为,信息不充分的市场参与者会产生误判或做出错误决定,出现这种误判和错误决定的原因是他们自以为市场信息充分而且他们对市场的影响微不足道。索罗斯提出,参与者认识到自身的错误(这种错误也可能是一种随机事件的结果)后不会自动回归理论上的均衡状态,市场价格的扭曲会引发市场基本面的扭曲,引发市场现有趋势的改变。同时,参与者的预期会随着基本面的改变而改变,从而引发不确定的结果,预期不断影响事件发展,同时事件的发展又不断影响预期。由于认知功能和行动能力二者存在互相反射的关系,因此我们无法做出正确判断。

多数情况下,这种互动反射现象都不是很重要,因为有些力量能够使认识和现实相一致,例如人们可以通过经验做出判断,或者出现新的证据帮助人们认识。这种状态叫作“近似均衡”,近似均衡条件下反射现象的影响可以忽略。在近似均衡情况下,经典经济学理论可以适用,认识和现实之间的差异可以作为一种随机扰动忽略掉。

不过,互动反射有时候会导致明显的市场扭曲,如果人的认识和实际情况的不一致难以弥合,即进入“远离均衡”状态,就会导致市场大起大落。在远离均衡状态,各种均衡假设都失去了意义。我们会看到事态会向着某一个方向发展,人们的认识和基本事实发生不可逆转的改变(至少在某一时间段内是这样)。正如基因突变对生物界的作用一样,错误的认识和错误的行为在人类社会的发展中也发挥了重要作用。

在看图 5-2 时应注意,图中各个阶段的发展变化都非常迅速,因此认知功能、行动能力、市场价格、市场基本面各个阶段的活动可能同时发生,彼此之间的界限变得十分模糊。人们的行为对形势(行动能力)产生影响,进而改变形势,然后很可能改变人们的认识(认知功能)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 两种影响同时发生，不分先后。如果有先后顺序，就会形成固定的顺序关系，从事实到认识，再到新的事实，再到新的认识，如此反复。而事实情况是两种影响同时发生，因此市场参与者的认识和实际发生的事件之间的界限难以界定。[①]

以股市为例，人们根据对未来价格的预期买卖股票，而股票价格是投资者预期的结果。我们不能假定市场上的预期和物理学家预测恒星运动一样精准——恒星运动和科学家的预期没有任何关系。因为没有信息，市场参与者就用判断和偏见代替决策，因此结果就会偏离预期。

所谓“均衡”只是索罗斯的一种提法，真正的均衡不应该经常出现大起大落，而应该是价格在基本面的不断冲击下逐渐回归的目标。

- 用个例子就可以说明非金融领域的反射理论的现象，例如这样的言论：“你是我的敌人。”这句话是否成立完全取决于你对这句话的反应，中间是没有界限的。
- 再举一个行动能力没有达到预期效果的例子。布什总统向恐怖主义宣战，并借机找个虚假的理由入侵伊拉克，美国军事行动的结果和他预想的恰恰相反：他本想借此展示美国的强大并获得政治支持，但军事行动导致了美国的国际影响力直线下降，而且他本人在这个过程中也失去了政治支持。[②]

泡沫行情

索罗斯认为泡沫行情包含以下两种要素：

- 由事实所反映的趋势；

---

① Soros, G. (2008), p. 10.

② Soros, G. (2008), p. 38.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 对事实的错误认识或误解。

金融市场通常能够自动纠正错误认识，但有时候错误认识能够导致泡沫行情，前提是这种错误认识能够进一步强化当前的趋势。当错误认识影响到当前的趋势，当前的趋势反过来强化了错误的认识时，二者就形成了双向互动关系，人们的认识和市场的现实之间的差距逐渐扩大。这种差距扩大到一定程度后，市场参与者需要借助一定的手段才能继续影响市场的基本面，常用的手段有债务杠杆或股权杠杆。

人们的认识和市场的现实之间的差距迟早会发展到不可持续的地步，到那时人们才会意识到错误，开始放弃幻想，于是市场趋势开始逆转。等到资产价格开始下跌以后，用来支撑大部分贷款的抵押物的价值也缩水了很多，客户面临补交保证金或者降价处理资产的压力。最终，市场会从一个极端走向另一个极端。

市场的大起大落不是对称的，一开始行情逐渐上涨，然后是加速上涨，再后是快速下跌。我们将在稍后介绍不久前发生的几个例子。

索罗斯认为市场的大起大落通常要经过八个阶段，我们以股市为例子加以说明。股市的基本趋势是股票的每股收益（即“现行趋势”），参与者的主观感受（认知功能）通过行动能力反映在股票价格中（例如参与者买卖股票会推高和压低股价）。同时，股票价格的变化不仅会影响参与者的偏见，还会影响基本趋势。

因此股价由以下两个因素决定：

• 基本趋势——每股收益；

• 主流的偏见。

这两种因素都会受到股价的影响，构成互动循环。

图 5－3 中两条曲线间的距离就是主流的偏见。（索罗斯说实际的关系要比图表复杂，因为收益曲线、主流偏见中都包含了价格的影响，因此两条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曲线之间的差异所表示的只是一部分主流偏见，有一部分主流偏见通过两条曲线本身反映出来。）

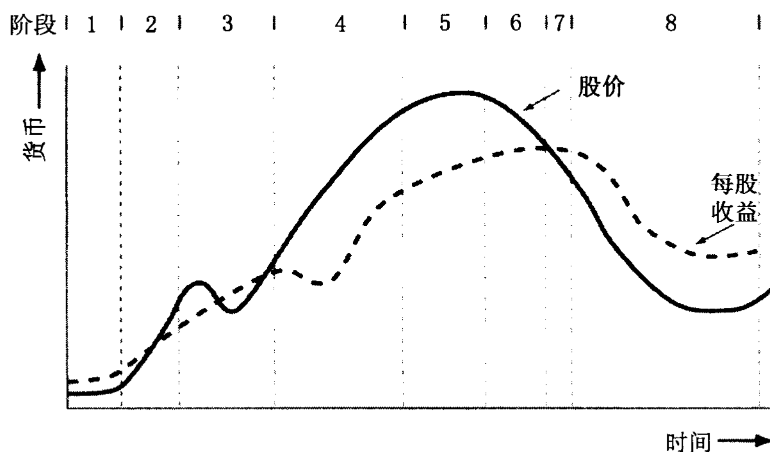


图 5－3 大起大落模型

第一阶段 被忽视的基本趋势

基本趋势略微上升，但没有引起市场关注。

第二阶段 发现基本趋势并得到加强

市场参与者注意到基本趋势的变化并改变了对基本趋势的认识，于是新形成的乐观的偏见开始抬高价格，在这个阶段价格可能影响基本趋势也可能不影响。如果价格没有影响基本趋势，就不会形成价格的反射性上涨——价格中的纠错因素抵消了基本趋势的上涨动力，基本趋势不会异常上涨。

如果价格影响到了基本趋势，那么基本趋势就会进入自我强化阶段，即进入远离均衡状态，基本趋势的发展越来越依赖于主流偏见，同时主流偏见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断被基本趋势放大。

第三阶段　检验

主流偏见和基本趋势会受到外来冲击的检验，这类检验可能会发生多次，本书只给出一次。在这一阶段可能会发生价格回调，如果检验中止了价格和基本趋势上涨的趋势，那么一次潜在泡沫就消失于无形。

第四阶段　加速上涨阶段

如果主流偏见和基本趋势经受住了第三阶段的检验，二者都会得到加强，基本趋势（每股收益）受价格的影响愈发明显，价格受主流偏见的影响也愈发明显，主流偏见和基本趋势的发展已经变得不可阻挡，市场的信心变得非常坚定，即使每股收益率出现下降也不能阻止价格上涨的趋势。毫无疑问这时候远离均衡状态已经形成——正常的规则不再适用。

第五阶段　不稳定阶段

过热的预期达到了顶点，基本面无力继续支持价格上涨，股市开始了“真话大冒险”。

第六阶段　黄昏时期

参与者意识到主流的偏见高估了市场的行情，开始调低预期。尽管股市行情在惯性作用下还会持续一段时间但已不再自我加强，因此上涨的速度开始下降。这个阶段叫黄昏时期或停滞时期，人们已经失去信心，但还没有做好收手的准备。

第七阶段　引爆点

参与者信心渐失，最终导致趋势发生逆转，逆转后的趋势对人们的偏见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更加敏感。发生趋势逆转的点就是引爆点，也叫转折点。

第八阶段 灾难式的加速下跌

下行的趋势强化了悲观的主流偏见，代表市场预期的价格开始低于每股收益水平。股市发生崩盘，最终悲观情绪被过度放大，市场再次稳定下来。

反射现象没有任何固定的模式

索罗斯强调，以上介绍的只不过是价格和主流偏见之间活动关系一种可能的表现方式，某些远离均衡状态的反射现象会遵循这样的顺序，即自我强化、不可持续的偏见，再后是崩盘，最后形成历史性重大事件，但有些反射现象在形成大的泡沫以前就实现了自我纠正，因此不会出现重大事件。泡沫行情没有任何特定的一成不变的模式，泡沫行情随时都可能停下来，而伴随着泡沫行情的进展，还可能发生很多其他事件，例如其他资本市场变化，政策环境变化，政治、社会环境变化等。市场上发生的各种事件都会相互影响，泡沫行情的发展随时可能受到外来冲击的影响。很多处于远离均衡状态的事件可能会以前面介绍的模式发展，但每一个事件的实际发展过程都是独特且不可预测的。

反射理论的应用

关注股票还是关注行业?

索罗斯关注的重点有时候是某些特定的股票，有时候是股市整体，有时候是某些行业。他在这方面没有特别的规定，一切根据需要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺势而为还是逆向操作?

尽管索罗斯强调保持思想独立,但对逆向操作仍然非常谨慎,他说这种操作投资者要承担被套牢的风险。股市行情一般都从自我强化开始,以自生自灭结束,因此大多数情况下都应该把行情当作你的朋友,要顺着行情操作。但是当行情发生逆转时一味顺势操作的人可能会遭受损失。因此,尽管索罗斯大部分投资都是顺势操作,但能够先于大多数人发现行情逆转的信号,然后及时撤出并利用股市下行趋势获利,这是他取得非凡业绩的原因。

割肉还是补仓?

如果他对一开始的判断有信心,那么即使行情和他预计的相反(这可能是某种外来力量造成的),他也很可能不会轻易割肉,甚至会补仓。

案例分析

为帮助加深对反射理论的理解,我们通过索罗斯的四个投资案例介绍反射理论。

案例一是在20世纪60年代的大企业集团繁荣时代,公众投资者把股市行情推到高得不可思议的程度,他紧随行情,在行情即将见顶时开始做空股票。

案例二是在20世纪70年代的房地产投资热潮中,他成功预测到行情,提前入市,然后通过做空获利。

案例三是20世纪80年代由发展中国家过度举债造成的债务危机。

案例四是2000年以来房地产泡沫的案例,房地产泡沫是20世纪80年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代初延续下来的超级泡沫的一部分。

案例一:大企业集团繁荣的时代

20 世纪 60 年代的大企业集团繁荣时代是索罗斯首次系统地应用他的投资理论的时期。由于美国达信(Textron)、LVT、特利丹(Teledyne)等高科技军工企业的管理者担心越战结束后销售额会下滑,而这些公司的股票价格很高,因此他们开始用他们的股票来收购其他公司。他们收购市盈率较低的公司,卖出本公司市盈率较高的股票,通过这种方式提高每股收益。

> 很快管理者发现可以用两种手段提高每股收益和股价,从而更方便地融资

很快,管理者发现可以用两种手段提高每股收益和股价,从而更方便地融资。一种手段是提高现有企业的效率和利润水平,另一种是用本公司的高价股票购买市盈率低的公司,这种手段简单有效,但前提是投资者愿意维持本公司股票的价格,为此他们需要让投资者相信他们有能力把收购来的企业改造成快速成长的企业,因此如果按照前一年度的每股收益计算,合并后的利润应该拥有较高的市盈率。投资者只关心每股收益增加,无法判断业绩指标的增长是靠提高新并入的子公司的效率实现的还是靠收购低市盈率公司实现的。

假设有甲乙两家公司,公司股份数相同,前一年度的利润都是 100 万英镑,因此两家公司的历史业绩是一样的,不同的地方是市场的预期不一样。市场判断甲公司会实现强劲增长,企业未来会大幅度提高每股收益,因此市场对该公司的估值是较高的 20 倍市盈率。

相反,市场认为乙公司不够活跃,是一家慵懒的公司,根据该公司的赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利情况，市场仅仅以10倍的市盈率来确定乙公司的股票价格。

甲公司股票的价格正好是乙公司的二倍，因此甲公司有可能以一股买两股的比例购买乙公司的股票(这一假设的前提是没有收购溢价，但实际上即使有收购溢价，只要在合理水平上，本文的观点同样适用)。

	甲公司	乙公司
当前利润	100 万英镑	100 万英镑
股份数	1,000 万	1,000 万
每股收益	10 便士	10 便士
市盈率	20	10
股票价格	2 英镑	1 英镑

甲公司收购乙公司后，股份数从1,000万增加到1,500万，增长了50%，但每股收益只提高了1/3。可能因为投资者相信甲公司有能力管理好乙公司并提高每股收益，因此甲公司的股价提高，股东感到满意。甲公司的原股东每股收益增加了，股票价格提高了33%，乙公司的原股东原来持有价值1,000万英镑的股份，现在持有价值1,333万英镑的股份。

	收购完成后的甲公司
收益	200 万英镑
股份数	1,500 万
每股收益	13.33 便士
市盈率	20
股票价格	2.67 英镑

看起来皆大欢喜，合情合理，但投资者认可公司的价值的前提是相信管理者能够兑现改善营运效率提高每股收益的承诺。只不过当时的会计规则比较宽松，甲公司的管理者利用会计规则改善了企业并购的效果。

此时，每股收益提高已经成为“基本趋势”，原来质疑每股收益真实性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声音越来越微弱，随着每股收益加速上升，股票的市盈率开始不断提高。有了先例就有大量企业效仿，投资者对大企业集团的评价标准从业绩逐渐转向企业类型。即使很平庸的企业也能通过并购活动获得很高的市盈率，以至于最后凡是承诺通过并购改善经营的企业都获得了很高的市盈率。大企业集团融资变得很方便。

此时市场已经形成这样的“错误认识”：应该根据企业报表利润增长情况评估企业价值，无须考虑企业实际利润增长情况。企业管理者用很危险的方式利用了市场上的错误认识，不断用价格虚高的本公司股票收购其他公司，导致公司的股价进一步上升。索罗斯把这叫作股权杠杆，即通过价格虚高的股票提高公司利润(类似于用债务杠杆提高每股收益)。

如果当时的投资者知道反射理论，后来的错误就有可能避免，因为他们可能会发现股权杠杆创造的是虚假繁荣。随着市盈率不断提高，迟早会出现基本面无法支撑市场预期的结果。越来越多的投资者意识到市场繁荣的背后出现了严重的认识错误，但他们不甘心就此罢手。

制造虚假繁荣的企业管理者为保持股票收益的增长态势，不得不持续扩大收购规模，但这种增长迟早会在某个时点停下来，而一旦股价开始下跌，必然会加速下跌；一旦股票价值开始缩水，管理者们就不能再收购企业了。欠下的债终究是要还的，管理者在快速扩张时期把公司各种内部问题搁置起来，他们在创造利润增长神话的同时根本没有时间解决日常管理问题。现在问题都浮出了水面，股东们终于清醒过来，能够面对有关企业的任何坏消息，并做了最坏的心理准备，于是股价开始一路下跌。

索罗斯发现了这一轮股市泡沫的反射性后，把握住了机会，先是紧跟股市上涨的行情，然后在股市接近顶点时开始做空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例二:不动产投资信托公司

不动产投资信托公司也叫抵押信托公司,这类企业有一项特殊的税收政策:如果公司分红比例超过95%,则可以免除所得税。在1969年以前投资信托公司还不多的时候,这个政策没有得到充分利用。1970年2月,索罗斯发现不动产抵押行业可能形成泡沫,他发表了一份调查报告,在报告中指出传统的证券分析方法不适合不动产投资信托公司:

> 抵押信托业务的真正吸引力是企业能够通过增发新股并提高股票溢价的方式给股东带来收益。假设一项信托资产的账面资产是10美元/股,股本回报率是12%,如果该资产以20美元的增发价格将其股本扩大一倍,那么其账面价值达到13.33美元/股,每股收益从1.20美元提高到1.60美元。[①]

以1,000万股为例

	账面价值（万美元）	公司利润（万美元）	每股收益（美元）
原始股份(1,000万股)	10,000	1,200	1,200/1,000＝1.20
新募股份(500万股)每股发行价20美元	10,000	1,200	
新股发行后的总计	20,000	2,400	2,400/1,500＝1.60
每股账面价值	20,000/1,500＝13.33美元/股		

① The case for mortgage trusts' research report, written by George Soros, February 1970. Reproduced in Soros, G. *The Alchemy of Finance*, New York: John Wiley and Sons Ltd., p.61.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者为什么愿意以高于账面价值的价格购买新股呢？答案是溢价发行的收益和预期每股收益率增长。股票发行溢价越高，公司越容易达到增发新股的目的，这是一个自我强化的过程。一旦启动，即使公司分红比例高达95%，仍然能够保持每股收益增长。早期购买股票的人可以获得的利益有每股收益率提高、股票账面价值增值、股票溢价。

在这种情况下已经没必要通过预测股票未来收益（通过贴现方法计算）测算投资者愿意支付的价格，因为现在是投资者愿意支付的价格决定了股票未来的收益，认识到这一个过程中的自我强化特性很重要。投资者唯一能看到的是这一自我强化过程会持续下去，直到最终崩盘。

他为这样的一部戏剧编排了四幕场景，这些场景将在未来三年甚至更长时间里上演。

第一幕

1970年压抑已久的美国住房需求爆发出来，新房供不应求。由于住宅开发商和不动产投资信托公司资金紧张，因此凡是有条件融资的企业投资回报都很高。在经济萧条时期，市场供应（建筑商、劳动力、原材料）充足且质量可靠，这时候投资者开始接受抵押投资的概念，不仅催生了一大批抵押投资企业，还帮助现有抵押投资企业实现快速扩张。自我强化阶段开始形成。

第二幕

房地产泡沫出现，银行以很高的风险发放信贷，抵押信托公司也使用很高的杠杆，投资者预期房地产市场繁荣会产生很高的收益，因此抵押信托公司的股票溢价不断提高。抵押信托公司高额发行溢价股票以扩大业务规模，提高每股收益。由于抵押信托行业没有准入门槛，因此新成立了很多抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

押信托公司。

第三幕

抵押信托公司在建设贷款市场占有重要份额，随着竞争加剧，风险越来越高，坏账数量开始增加，最终房地产市场发展速度下降，出现房屋过剩。住宅价格开始下降，抵押信托公司的借款人开始恐慌，要求公司按规定还款。

第四幕

投资者出现失望情绪，开始下调行业整体信誉级别。股票溢价开始下降，进而导致每股投资回报下降。抵押信托公司进入"震荡期"，市场趋于成熟，基本没有新企业进入，政府出台有关法规，现有的信托企业进入低速增长期。

索罗斯的报告得到了金融界的广泛认可，迅速流传开来。索罗斯公布报告时市场上现有的几家抵押信托公司一下子变得炙手可热，股价在一个月内几乎翻了一番，一个自我强化的趋势开始形成。由于市场需求旺盛，市场上出现了很多新的信托企业，势态正沿着他在报告中所描述的路线发展。

大多数不动产投资信托公司都倒闭了，索罗斯却利用做空操作赚取了100%以上的利润

在入市的初期，索罗斯已经在抵押信托行业投入了大笔资金，当他看到人们对他报告的反应后就卖出了一部分股票获利。由于信托资金供给源源不绝，股价开始下跌，索罗斯的股票被暂时套牢，但他继续持股，甚至补仓，并在大约一年后卖出了其余的股份，获利颇丰。此后几年里他主要关注其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他项目，没有再关注抵押信托市场。

后来索罗斯重新研究了自己的报告，决定开始做空全部抵押信托股票。随着股价下跌，他一路做空，最后大多数不动产投资信托公司都倒闭了，索罗斯却利用做空操作赚取了100%以上的利润。他在行情自我强化的上升阶段和自我强化的下降阶段都赚到了钱。

案例三：20世纪80年代的国际金融危机

前面讨论的两个案例用股权作为融资杠杆，本案例介绍的国际金融危机用的是债务杠杆。事件的起因是1973年的石油危机。石油危机发生后，从事国际业务的大银行的存款中来自石油生产国的存款大幅增加，于是银行把这些存款贷给石油进口国，进行石油美元交易。银行在确定贷款规模(及收取的利息)时会评估债务人的偿债能力。很多人认为抵押物的价值和借贷行为没有关系，但实际上在很多情况下这种假设是不正确的，因为借贷行为有可能提高抵押物的价值。

主权国家政府作为借款人不一定通过质押不动产等常规方式提供抵押物，因此开展国际业务的银行需要放宽对抵押物的认定范围。他们通过负债比率判断偿债能力，常用的负债比率有：

- 外债占出口额比例；
- 债务本息占出口额比例；
- 政府赤字占出口额比例。

由于大范围的低利率和大规模贷款刺激了世界经济，发展中国家的出口产品面临强劲的国际需求，因此债务国可以保持很高水平的债务。这说明，抵押物的负债比率和债务之间是反射关系，这种反射关系让索罗斯预感到将会出现一轮缓慢的信用扩张，然后是信用紧缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东欧国家希望用贷款建设工厂，用工厂生产的产品偿还贷款，南美国家希望用出口大宗商品偿还贷款。

开始的几年国际借款业务利润丰厚，那时候各银行都迫切希望开展这项业务，对债务人的资质基本不进行审核。银行通常在还没有弄清楚一国政府在其他银行的贷款规模之前就把钱借出去了。索罗斯注意到，即使银行工作人员注意到了金融泡沫的风险，但由于巨大的个人利益，他们仍然会开展这样的业务。如果银行工作人员明知道一笔业务赚钱(起码在发生坏账以前会有账面利润)却不去做，工作人员可能面临遭到冷遇的后果。在银行业乃至金融业，为了个人职业前景给机构的长期发展带来不良影响是正常的，长期以来这个行业就是这样。正如凯恩斯所指出的，宁可中规中矩地赔钱，也不可突破常规去赚钱。

因此，即使有人意识到债务泡沫即将失控，形势也将迫使他们要么参与泡沫，要么离开现有岗位。此处有一点需要特别注意：在有些情况下，即使已经有高人预见到了即将形成的泡沫，他们也无法阻止势态的发展。即使索罗斯本人在预见到不动产信托泡沫必将破灭以后，仍然参与了市场。他建议我们要选对参与的时机，而不是远离市场。

贷款业务看起来可能很赚钱，但由于这些贷款大部分都是欧洲美元*，既不受行政监督，也没有储备制度，即使早些年我们也很难说这样的贷款是否真的有利可图。

外国政府借款后经常胡乱花钱，买一些没用的奢饰品或军火。这些国家的需求旺盛，但由于利率很低甚至是负利率，国内储蓄不断萎缩。经济泡沫扩大了对石油的需求，石油出口国变得愈发富有，这为银行提供了更多的贷款资金。

迫于价格和工资不断攀升的压力，政府为了抑制通货膨胀一下子把利

---

* 欧洲美元是指存放在美国以外银行的不受美国政府法令限制的美元。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率提高很多(主要受货币主义影响),于是世界经济开始呈现衰退迹象。

债务国会同时受到若干不利因素的冲击:

- 能源成本上升;
- 商品价格下跌;
- 利率上升;
- 美元升值;
- 世界范围内的经济衰退。

于是衡量债务国偿债能力的指标迅速恶化,银行不愿再提供贷款,即使它们勉强提供贷款也只不过是短期贷款。

1982年墨西哥陷入金融危机,巴西也不得不依靠银行间市场偿还债务。

案例四:房地产市场泡沫和超级经济泡沫

2007—2008年的金融危机发生后,索罗斯对美国房市危机做了解释,但更重要的是他指出美国房地产泡沫只不过是开始于20世纪80年代初的一次超级泡沫的一部分。

房地产市场泡沫

美国房地产市场泡沫遵循了索罗斯的市场大起大落模型。人们错误地认为抵押物的价值和贷款意愿没有关系,因此美国房地产市场贷款的门槛下降得很低。

房地产贷款打包成金融证券后出售给世界各地不明真相的投资者。在房地产泡沫早期发行的基于金融证券的抵押合同的违约率很低,因此信用评级机构根据以往的违约率判断未来的违约率——这又是一处错误认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着房价的上涨，评级机构根据担保债权凭证（一种债券再打包性质的金融工具，简称 CDOs）的评级情况进一步降低了贷款门槛。

在房地产泡沫破灭前夕，就连失业者和没有财产可抵押的人都申请到了贷款

这边的华尔街忙着发明出各种稀奇古怪的金融工具并大笔赚钱，那边的房地产抵押的始作俑者变得越来越大胆，怂恿普通百姓申请抵押贷款，贷款金额占房屋抵押物价值的比例越来越高。在房地产泡沫破灭前夕，就连失业者和没有财产可抵押的人都申请到了贷款，他们这么做无外乎为了赚取手续费。抵押贷款业务人员每办理一笔抵押业务就会赚取一笔手续费，他们完全不顾房主今后会遇到什么问题。银行办理债券业务时收取手续费，办理担保债权凭证再收取一笔手续费，如果还有更复杂的金融工具就继续收取手续费。

不过，只要贷款和抵押物的价值会增长并且不停地增长下去，那么这一切都是可以的。有时候信念会产生信心：对房地产市场的信心导致贷款增加，而低廉的抵押贷款进一步刺激了购房需求，购房需求导致房价进一步上涨，房价上涨提供了更多的抵押物，抵押物增加进一步提高了对房地产市场的信心，房地产信心增加产生了更多的贷款，如此反复。

人们指望住房价格保持两位数的上涨速度以满足生活需要，当人们从再贷款中赎回房屋时，储蓄率就变成负值。如果房屋所有者的贷款达到极限，房价就会停止增长，于是不得不压缩再抵押贷款规模，这时不仅租房需求会减少，现有的贷款人也会减少。2007 年春季美国新世纪金融公司（New Century Finance）宣布破产，让人们感到了不安的气氛。人们开始提出这些疑问：贷款抵押物的价值可能不会无休止地增长，抵押物的行情是不是贷款方为了发放贷款人为托起来的？如果这些人不再发放贷款，房子的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“价值”会不会化为乌有？

随后行情进入黄昏时期，房价开始下跌，但人们不甘心就此罢手，人们继续签订新的抵押合同，资产证券化继续发展。2007 年 8 月房价开始加速下跌，第二年下跌趋势在不同的金融部门之间蔓延。最终，雷曼兄弟的倒闭引发了市场的暴跌潮。

超级经济泡沫

2007—2008 年，超级经济泡沫达到了转折点。在超过 1/4 个世纪的时间里，这种反射性过程在不断发展，主流的趋势是由全球化和金融市场自由化所推动的复杂程度空前的信用扩张手段。

主流的错误认识是“市场原教旨主义”，即市场应该按照自己的规律运行，政府干预应该尽可能地少。在 20 世纪 80 年代早期市场原教旨主义是金融市场的主流思想。

经济长期繁荣隐含了三种主要趋势，每种趋势至少存在一种缺陷。

第一个趋势：持续不断的信用扩张

长期信用扩张体现在消费贷款额与资产价值（例如房产）的比率、信贷规模占 GDP 比例的不断提高上。政府部门在经济出现下滑势头或者银行系统受到威胁时所采取的措施进一步强化了这个趋势。政府部门鉴于大萧条的教训会通过反周期性措施如降低利率或者实施宽松的财政政策对市场做出快速反应，如果银行业受到威胁政府会救助银行。经过几年的政府干预，市场参与者开始认为信用扩张的风险是不对称的。如果他们扩大信用规模（例如降低贷款门槛），并且效果良好，那么贷款人就赢了。即使扩张信用出了问题，政府也会救助他们。这是典型的道德风险，政府提供的保障反倒助长了不负责任的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，很高的杠杆比例变得司空见惯，实际上助长了对冲基金和私有企业的发展。汽车贷款、信用卡贷款、商业贷款等信贷条款以及抵押贷款条款都变得异常简单。日本也是一个信用扩张的例子。由于经济长期衰退，日本利率几乎为零，这滋生了国际金融机构的“套息交易”，即借入日元，用借来的日元到世界其他地方投资获得更高收益。

不只是美国，从英国到澳大利亚，人们都喜欢利用金融杠杆。

第二个趋势：金融市场全球化

20 世纪 70 年代石油美元的形成加速了金融市场全球化的进程，但 80 年代撒切尔夫人和里根总统执政时期推动了金融全球化的大发展。撒切尔夫人和里根总统认为，金融市场全球化的意义在于它可以解放金融市场，实现资本在全世界范围内的流动，因此任何国家都难以对金融市场进行干预、征税、管制。金融资本被提到很优先的位置，政府经常为了满足国际资本的需要而牺牲人民的需要。在 2007 年发生金融危机以前，市场原教旨主义者认为不干预市场是好事，这种理念作为政治和金融领域的指导思想长达 25 年之久。

按照市场原教旨主义的说法，全球化提供了公平竞争的舞台。但实际上国际金融体系控制在由发达国家主导的金融财团手里，全球金融体系是以美国和其他发达国家为核心的体系，发展中国家处于边缘地位。根据“华盛顿共识”（Washington Consensus）的理论，如果某个欠发达国家遇到困难，（世界银行、国际货币基金组织等机构）就会针对这个国家提出很严格的市场纪律。如果西方国家的金融制度出了问题，他们会使用另一套规则。

另外，美元被世界各国央行所接受，作为世界主要储备货币的地位让美国受益匪浅，外国央行经常投资于美国政府经常账户的盈余，或者购买政府债券。这使得美国政府在应对经济下滑和金融危机（信用膨胀）而干预市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，其他国家也被美国的政策捆绑到了一起。另外，成为财产控制的中心很安全，这样美国便可以吸收全世界的储蓄满足美国消费者的消费狂欢。很令人费解的现象是全世界的资本从欠发达国家流向美国。

第三个趋势：金融市场管制不断减少，金融创新步骤加快

从“二战”以后到20世纪80年代早期，对银行和市场的管控都很严格。不过，当各种形式的政府干预遭遇显而易见的失败后，市场原教旨主义者受到了鼓舞，里根总统还提出了“市场的魔力”一词。人们创新了大量的金融工具，很多金融工具得到了广泛应用。金融制度变得越复杂，市场参与者和政府对金融制度的了解就越少。

> 在过去25年里出现的阶段性的金融危机只不过是对主流趋势和主流错误认识的检验

在过去25年里出现的阶段性的金融危机（例如长期资本管理公司破产案、网络股泡沫、“9·11”恐怖袭击等）只不过是对主流趋势和主流错误认识的检验。这些趋势和错误认识一旦通过了检验后就开始自我强化。政府部门在自由放任的环境中逐渐丧失了对金融市场的控制，于是超级经济泡沫开始形成。

美国房地产市场泡沫致使超级经济泡沫进入不稳定状态，主流趋势和主流错误认识都变得不稳定，于是两个泡沫都进入了引爆点，房地产市场泡沫触发了不可逆转的超级经济泡沫破裂。

市场原教旨主义理论的缺陷在于，政府干预有可能犯错并不意味市场是完美的。反射理论的核心理念是所有人类制度都是有缺陷的，金融市场未必会趋向均衡，如果任其发展，既可能向非常好的极端发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 也可能向非常糟糕的另一个极端发展。正是因为如此，我们不能任金融市场自由发展，要将其置于金融监管部门的监督和管理之下……认为金融市场会自动实现均衡的思想要对当前的市场动荡负直接责任，这种思想鼓励市场监管部门放弃责任，指望市场机制自动纠正自身的失衡。[①]

慈善活动

介绍索罗斯不能不介绍他在促进全世界社会进步方面所做的贡献。索罗斯在中年以前曾公开指责慈善活动，但 60 岁以后却全身心投入慈善活动，累计捐款 5 亿多美元。

为纪念卡尔·波普尔以及他的思想，索罗斯把第一份慈善基金命名为开放社会基金(Open Society Fund)。该基金的宗旨是促进封闭的社会演变成开放社会，支持已开放的社会对抗各种敌对势力。

> 我认为开放的意思是承认人们的行为建立在不完全认知的基础之上。没有任何人能掌握终极真理，因此我们需要以批判的眼光进行思考，需要组织和利益来维系人与人之间的和平共处，需要民主政府来确保权力的有序交接，需要有反馈机制和自我纠正机制的市场经济，需要保护少数群体并尊重少数人的意见。比这些内容更重要的是法治。各种极权主义产生了封闭社会，在封闭社会里，个人服从集体，国家控制社会，国家以终极真理代言人的身份提供服务，这样的社会没有自由。[②]

① Soros, G. (2008), pp. 94—104.

② Soros, G. (1995), pp. 112—113.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯资助过的活动有：

- 在南非种族隔离时期向数以千计的黑人提供贷款担保计划；
- 向包括波兰团结工会(Solidarity in Poland)在内的东欧的持不同政见者和组织提供奖学金；
- 苏联解体前支持民主和社会开放运动；
- 在阿尔巴尼亚兴建校舍、组建社区和民间团体；
- 支持人权观察组织(Human Right Watch)；
- 在俄罗斯出版数百万教科书；
- 资助匈牙利的作家和青年领导人；
- 帮助三十多个国家改善儿童早期教育；
- 帮助打破某些国家大学的互联网封锁；
- 支持巴尔干的国际和平运动；
- 资助中欧大学(Central European University)；
- 帮助乌克兰实施经济改革计划；
- 向马其顿提供金融援助。

索罗斯投资方法的难点和不足

学习索罗斯投资方法的一个很大的困难是如何判断持续扩张的趋势已经进入远离均衡状态，然后利用非理性上涨的机会获利；同样很难的是如何判断人们什么时候会抛弃幻想，然后预测重大趋势发生逆转的时机。即便索罗斯本人也在 2008 年几次做出了误判资产价格走向的事(在他 2009 年的著作中有所论述)。很多处于萌芽期的远离均衡的趋势还没等到可以利用就消失了，即使已经形成的远离均衡状态也可能因为受到某些重大事件的冲击而改变了大起大落的模式，很多本来可以预测的趋势可能一下子变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得根本无法预测。

索罗斯多次感到工作让他不堪重负，有时候甚至会让他濒临精神崩溃。面对利害攸关的大事，需要密切关注出手的时机、获利的时机、多空转换的时机和及时止损的时机。这种如履薄冰式的投资方式和本书介绍的其他投资方式有所不同，尽管其他投资者也需要在买进股票前认真分析企业，但在很大程度上可以说买过股票后他们就可以放松几年，耐心等待市场重新关注他们购买的股票，等待股票价格回升。当然，这些投资者仍然需要监管投资组合里的所有股票，确保这些股票符合他们的投资标准，但就关注的程度和所用时间而言，和索罗斯的投资方式还是不能比的。

索罗斯使用了很多别人不会使用或者不敢使用的金融工具

索罗斯使用很多金融工具进行买卖交易，例如保证金期货交易。我们当中的大多数人都不会使用或者不敢使用这些工具，因为大多数人都不具备使用这些金融工具的条件。在金融市场上操作时重要的是清楚自己在做什么，使用金融工具交易有可能让你在几天内赔得血本无归。因此除非有非常熟练的技巧，否则要远离这些金融工具。

尽管给索罗斯做了这么多负面评价，我们仍然能从索罗斯的投资哲学中获得一些启示：

- 远离均衡状态是客观存在的，学会识别并利用远离均衡状态可减少损失，甚至可以利用它获利。例如，如果回过头去看，今天所有人都会很清楚地看到2004—2007年间的美国房地产泡沫。如果当时人们能够事先读懂索罗斯的信息，就可能不会做出这些糊涂事，甚至还有可能利用别人的盲动赚到钱。同样，在1997—2000年间的股市危机中也有避免损失或获利的机会。
- 要有全球视野：可供投资的资产有很多种，全世界范围内可供投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家也很多，要放宽眼界，正视世界各地的投资机会，这有可能给你带来回报。即使今年欧洲没有出现可以利用的远离均衡状态，美国还有可能出现。即使双向互动自我强化的趋势没有发生在美国的大宗商品市场，那还有可能发生在中国的股市。

- 今后再遇到经济学家从常规均衡思维的视角评论经济时，我们都应该提高警惕。

结论

一位失败的哲学家变成了全世界同时代人中最成功的人士之一。他不仅是一位备受尊敬的哲学家和经济学家，更是世界金融领域的巨人，他以巨额的财富(数十亿美元)和高超的领导能力博得了世人的尊敬。不仅如此，他还是一位热衷于用自己的财富和地位改善数百万人生活的慈善家。良好的口碑让他与世界上的很多重量级人物成为朋友。世人都说他是美国唯一能够制定并实施自己的对外政策的人。

当问到索罗斯该如何评价他自己的成就时，他说应该把他一生的成就概括为三点，即金融市场的投机者、慈善主义者、哲学爱好者。他不仅是一位成功的金融市场投机者，更是这三个领域的领军人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 六 章

彼得·林奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·林奇(Peter Lynch)1990年退休前是美国业绩最佳的投资基金经理，他在富达(Fidelity)公司旗下的麦哲伦基金(Magellan Fund)公司组合投资经理的职位上创造了骄人的业绩。1977—1990年间，他管理的基金公司实现了29.2%的年收益，基金公司的1,000美元13年后增值到28,000美元。在他执掌麦哲伦基金公司的13年里，除了两年以外的所有年度的业绩都连续跑赢美国大市。麦哲伦基金公司的基金规模从1,800万美元增长到14,000万美元，成为世界上最大的基金公司，在林奇退休时，公司股东已达100万。林奇46岁时决心多陪伴妻子、女儿，并做一些慈善事业。(他父亲是一位数学教授、高级审计师，在46岁时去世，这可能是促使林奇放弃了工作狂的方式的主要原因。)

在选择投资对象时，林奇会关注企业的一组特点。有些特点和本书所介绍的其他投资者有共同之处，例如企业竞争力强、经济实力强，有些特点是林奇独有的方法。他喜欢投资非主流行业中业绩最好的企业。他坚定不移地相信，只要小规模的独立投资人认真做分析，并且只投资自己所了解的企业，他们可以比职业基金经理的优势更明显，业绩可以做得更好。林奇认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为投资不是多复杂的事，如果你想投资的企业需要复杂的分析，那就不要去分析，换另一个企业。

我们可以从林奇这里学到以下知识：

- 只要你用心观察，日常生活中的经历就可能让你做出极好的投资决策；
- 要相信勤奋努力的业余投资者的业绩经常超过所谓的职业投资者；
- 寻找小规模的快速成长型企业，即实施强有力管理、利润增长速度很快但又不是特别快的小企业；
- 把钱投向有十倍以上成长潜力的股票。

早期经历

在林奇年少的时候，人们对 1929—1933 年间的经济大萧条和股灾还心有余悸，人们总说："不要去炒股，太危险了，你会赔得一干二净。"父亲去世后，林奇到附近的一家私人高尔夫球场做了业余球童。高尔夫选手谈论股市让他对投资有了概念，并且让他认识到股市是可以赚钱的地方。1963 年，只有 19 岁的林奇在做了一些分析后，购买了一家货运航空公司——飞虎航空(Flying Tigers Airlines)的股票。买入时的股价是 7 美元，两年后涨到 32.75 美元，这次投资是他第一次成倍地赚钱，这笔钱不仅帮他赚够了沃顿商学院 MBA 课程的学费，还让他一辈子喜欢上了高回报率的投资。事实告诉他，收益成倍增长的股票是有的，于是他决心找更多这样的股票。

教育与经验

起初林奇在波士顿学院(Boston College)上学，他不喜欢自然科学、数学、会计，喜欢研究历史、心理学、政治学。他后来认为选股是门艺术而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科学，重要的不是数学方面的精准而是符合逻辑的推理方法。他认为，凡事都喜欢进行定量分析的人有一个很大的问题。投资并不需要多复杂的数学运算，计算通用电气公司前一年度负债和利润所需的数学知识在16岁前就已经解决了。林奇认为，就投资而言，逻辑学这门课要比数学重要得多，因为逻辑学能让你看懂股票市场上大部分不合逻辑的事情。华尔街那些人就像当年的希腊人一样为了争论一匹马有几颗牙能够坐下来说上几天。他们认为争论能解决问题，从来没想过去亲自看一下。同样，很多投资者宁愿坐下来争论股票会不会涨也不愿实地考察公司，似乎财神爷能主动告诉他们答案。①

林奇上大学的时候继续从事业余球童的工作。他曾经给富达基金的总裁D. 乔治·苏利文(D. George Sullivan)做过球童，利用这层关系他请求苏利文给他一个机会在夏天到富达公司工作。就这样他没有经过激烈的竞争就得到了富达基金公司的工作，负责分析企业，撰写报告，这些经历在一定程度上提高了他分析企业的水平。实际工作经历让他开始质疑沃顿商学院MBA课程的价值。"本来我以为在沃顿商学院学到了进行成功投资的方法，但看起来我学到的大部分内容只能让我进行失败的投资……用定量分析方法得到结论和我在富达公司看到的现象是相反的。我还发现很难把有效市场理论和股市的实际统一起来……显然，沃顿商学院的教授相信数量分析和随机游走理论，但投资业绩还不如富达公司的新人。因此在理论和实践之间，我更相信实践经验……直到今天我也不相信搞理论研究和做行情分析的人。"②

不过，林奇不仅在沃顿商学院学到了有用的真本领，还遇到了他未来的

---

① Lynch, P. with Rothchild, R. (1989) *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*, Simon & Schuster, p. 32. Reprinted with permission.

② 同前注，pp. 34—35。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

妻子。1967—1969 年林奇在军队服役，在回家休假期间朋友向他推荐了所谓的投资热门技巧，但试用后发现这些技巧并不像传说得那样灵验，这次教训让他明白股市不仅能上涨还能下跌。

富达公司

林奇后来成为富达公司的正式员工，负责股票分析。1974 年他荣升为分析部主任，1977 年公司做出了重大决定，让他负责刚刚扩大规模的麦哲伦基金。麦哲伦基金成立于 1963 年，1966 年基金市值达到 2,000 万美元，但由于 20 世纪 70 年代初的金融危机以及客户不断赎回基金，到 1976 年时基金规模只有 600 万美元。后来麦哲伦基金通过并购活动把基金规模扩大到 1,800 万美元才算达到了起码的经营规模，这也是林奇接手麦哲伦基金时的全部家当。富达基金管理公司的董事们很开明，授权林奇自由选择股票，他们对林奇的信任得到了丰厚的回报，后来麦哲伦基金成为全世界业绩最好的基金公司。

专业人士存在的问题

身为基金经理，林奇对投资专业人士的不屑让人惊讶。他的第一条工作原则就是不要听专业人士的意见。他深信，普通人只要拿出 3% 的智力水平就能做得和普通的“专家”一样好，甚至更好，他深信领取高额薪水和奖金的人做出了很多“打水漂”的投资决策。相反，业余投资者有很多天然优势，他们不仅能跑赢大市，还能跑赢专家。

> 业余投资者不像专业人士那样面临很多束缚

业余投资者不像专业人士那样面临很多束缚，来自社会和政治方面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力不允许基金经理的意见和市场的主流意见相左。如果他们冒险一试结果失败了，那将面临谴责，对他们来说最好是跟着市场主流意见投资，此外他们还要面临制度和政策层面的限制，无法进行理性投资。例如：

- 基金经理按规定只能投资某几类股票。投资管理委员会可能会指定可投资股票的清单，如果清单里有发展势头强劲、前景大好的股票还算好事，但通常情况下清单里的股票是30位委员一致看好的股票，通常找不到利润丰厚的新兴小企业的股票。正如一个写作班子写不出高水准的交响乐一样，投资管理委员确定的投资组合也不可能是高水平的。投资管理委员会的委员基本不了解他们批准或否决的企业的情况，更不可能到这些企业走访或调查企业未来的潜力。
- 基金经理不能集中资金投资于少数优质的廉价股票，只能把基金分拆成很小的份额，每种股票都少买一点。
- 按规定他们只能购买资产市场化程度很高的企业，由于受到投资规模的限制，他们只能购买有规模的企业股票，因此他们喜欢购买流动性很强的企业。

尽管有些基金经理出类拔萃，但大多数人都很平庸、优柔寡断、碌碌无为，还有一些人眼高手低，没有任何主见。[①]

名不符实的投资者

林奇和巴菲特用“名不符实”来形容那些没有达到他们所理解的投资人标准的专业基金经理。这些人错在哪里？为什么他们的业绩既跑不赢大市也比不上一些勤奋的业余投资者？林奇认为投资这个职业有个潜规则，即用中规中矩的方式即使犯了错也可以接受，采用非常规的方式追求高业绩只要犯了错就会被炒鱿鱼。人们为了保住饭碗自然会选择“可以接受的”安

---

① 同前注，p. 40。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全的股票，面对非常规的股票不敢越雷池半步。如果他们按照中规中矩的方式投资，例如购买获得市场公认的蓝筹股股票，那么即使有一天亏损了也不会受到多少指责，因为：(1)其他人(例如老板)不会因为买了 IBM 或者宝洁公司这样的蓝筹股指责基金经理；(2)由于股票下跌造成亏损的还有好几百个基金经理，法不责众，他们的错误也就显得不是那么严重了。

对大多数基金经理而言，重要的是即使投资失败了，也要失败得名正言顺。职业的基金经理在面临有可能赚大钱的非常规投资和购买业绩已经得到公认但投资收益几乎注定很一般的股票这两种选择时，激励机制会让他们选择后者。“当沃尔玛的股价只有 4 美元，只是阿肯色州一个小镇上的一家小店，还没有进行大规模扩张时，他们不买沃尔玛的股票；当沃尔玛的经营网店遍布美国每一个大城市，股票被 50 个分析师看好，总裁登上了《人物》杂志，股票达到 40 美元时，他们却开始购买沃尔玛的股票。”[①]私人投资者可以用非常规的标准选股，但基金经理这样做就有可能砸了饭碗，因此他们通常不会这样做，他们不求有功，但求无过。

林奇本人很幸运，公司提供了业余投资者一样的投资自由，可以买任何类型的股票，不必局限于任何一种特定的投资方法或特定的投资对象。即使麦哲伦基金扩大规模后，林奇仍然青睐于购买小规模快速成长股，这类股票在麦哲伦基金投资的 1,400 种股票中占了很大的比例。

业余投资者的优势

业余投资者不必受职业投资规范的束缚，可以购买投资收益很高的中小企业股票，不必把资本分散到并不熟悉的股票上，只需购买少数股票。他们有时间研究一个行业，然后等待好的时机。他们不必向某个委员会解释买卖股票的理由，不必和其他投资者竞赛，也不用按季度公布投资业绩。在

---

① 同前注，p. 44。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇看来，如果业余投资者能够集中精力研究某个行业的企业，投资业绩可能超过95%的职业基金经理。

私人投资者的优势来自他们可以积累特定企业和行业的经验，他们在职业基金经理知道信息以前可能早已看到企业的成长潜力。投资者在身边就可能发现十倍投资回报的企业，普通人到附近走走就有可能发现两至三倍投资回报的企业。林奇是一位高度相信实践经验的投资者，他认为他家附近的伯灵顿购物中心(Burlington Mall)就是最理想的实践地点之一，这里有160多家零售企业，不难找到高回报的投资对象，业余投资者也能像他这样做。林奇认为逛街就是极好的基本面分析，可以很方便地在各种投资对象间进行比较，这种方式的价值要比参加投资会议好得多。

私人投资者同样能够获得真正重要的核心信息。互联网时代获取信息很方便，网上就能找到企业报告以及和企业有关的很多其他信息。私人投资者还可以利用券商报告、网上聊天室了解信息，也可以参加股东大会。

林奇说他最好的投资对象都不是在办公室里和企业高管、金融分析师或同事聊天找到的，而是自己在日常生活中不经意发现的。塔可钟(Taco Bell)公司规模不大时，那里的墨西哥卷饼就给他留下了很深的印象，后来塔可钟的股票是林奇最成功的投资股票之一。拉奎塔汽车酒店(La Quinta Motor Inns)的竞争对手假日酒店的员工对拉奎塔的评价让他开始关注这家酒店的股票。小时候他家里就有一台苹果电脑，后来投资苹果公司股票也为他带来了巨大成功。唐恩都乐(Dunkin' Donuts)吸引他投资的原因是那里的咖啡非常好喝。林奇和这些投资对象最开始的接触显然和投资没有多少联系，却最终为他的投资打开了一道门。

股票类型

林奇把股票分为六种：缓慢增长型股票、稳定增长型股票、周期型股票、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困境反转型股票、快速增长型股票(即小规模快速成长股)、隐蔽资产型股票(很多资产价值没有体现在资产负债表中)。尽管他的投资组合中以上六种股票都有,但他最青睐的还是小规模快速成长股。

缓慢增长型股票

企业由于失去了增长动力,或者市场趋于饱和,或者固步自封等原因,会变成缓慢增长型企业,这些企业历史上可能是快速增长型企业。大多数甚至所有产业都迟早会进入缓慢增长期。缓慢增长型企业的一个好处是派息率较高,这类企业对于希望获得实际投资收益又不愿承担过多风险的业余投资者很适合。企业派息常会吸引投资者关注,这可以增加企业的现金来源,为企业扩张提供融资;企业派息的另一个原因是企业无意寻求进一步增长而把现有的资金派发给股东。

稳定增长型股票

稳定增长型企业通常是地位稳固、资产雄厚、市场知名度极高的企业,这类企业已过了快速增长阶段,但业绩和发展趋势仍然很好。这类企业的股票能帮助投资者减轻经济衰退的冲击,因为这类企业经营的产品基本不受经济衰退的影响,例如玉米片(家乐氏)、宠物食品(普瑞纳)、饮料(可口可乐)。林奇认为,稳定增长型股票的年投资收益率应该在10%～12%,但想实现投资收益翻一倍甚至两倍就必须要等待较长时间,通常至少要10年。

林奇的投资组合里有一些缓慢增长型和稳定增长型股票,以缓冲经济衰退的影响,但他主要关注的还是能够提供很好回报甚至非凡回报的股票。

周期型股票

周期型企业的销售额和利润呈周期性波动,但不可能完全预测。增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型产业和企业的规模持续扩张，但周期型产业和企业的规模扩张和收缩交替进行。以政府为客户的企业是周期型企业，因为这类企业的规模和政治领导人的好恶和更替有关系。汽车、航空、轮胎、钢铁、化工都是周期型企业。每当经济衰退来临，周期型企业就会受损，进而这类企业的股东也会受损。经济景气时，周期型企业又很兴旺，人们有钱也有心情买新车、度假。不过，林奇认为周期型股票是最容易误判的股票，时机是投资周期型股票的关键，如果没有把握好时机从而使得持股时间太长，或者买得太晚，都可能遭受损失。

困境反转型股票

困境反转型企业是曾经发生过严重挫折，但出人意料地扭转了不利局面的企业。困境反转型企业既让林奇赚过大钱，也曾让他赔得悔不当初。困境反转型企业一旦实现了困境反转，增长速度通常是很快的。这类企业的业绩和市场状况没有必然联系，因此在市场下行或行情不利时期投资困境反转型企业仍然可能赚钱。企业实现困境反转的原因有多种。通用汽车、苏格兰皇家银行(Royal Bank of Scotland)是依靠政府救助实现困境反转的典型。英国石油公司(BP)是墨西哥湾漏油事件的受害者。玩具反斗城(Toys ‘R’ Us)是被内部其他公司拖累的典型，公司后来独立经营后立刻显示出生机。因此，困境反转型企业都是潜力巨大，只是一时因为自身或其他原因所困而导致业绩低下。

小规模快速成长股

小规模快速成长企业是林奇的最爱，这类企业是指管理者积极进取，企业每年增长速度至少 20% 的小规模企业。这类企业有可能带来 10～40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍，有时候甚至200倍的投资回报。在这个领域找到一两只股票就足够作为终身职业了。林奇寻找资产负债表账面状况良好，利润增长强劲的企业。评估这类股票价格的难点在于企业什么时候进入平稳增长期。业余投资者在这方面比专业投资者有明显优势，因为专业投资者不敢为天下先，他们总要等别人第一个吃螃蟹。华尔街的分析师和投资者面面相觑，因此错过了时机。1977—1986年间，唐恩都乐的股价上涨了25倍，但在1984年前几乎没有专业投资者关注这家公司。斯拓普肖普公司(Stop & Shop)的股价从5美元上涨到50美元前夕，仅有一位分析师关注这只股票，而关注IBM的分析师却有56位。

林奇最喜欢去乏味和令人讨厌的行业寻找高回报率的股票，因为这些行业不怎么吸引投资者注意，所以价值可能被严重低估。如果一家企业的名称、经营范围、管理等方方面面都让人感到乏味，那么这个企业很容易被人忽略。“名不符实”的投资者看到有关这类企业的消息满天飞的时候才会想到去关注。股票一旦吸引大多数投资者关注，就成了热门股，就会定价过高。这时候你可以把手里的股票卖给那些赶时髦的投资者。

林奇最喜欢去乏味和令人讨厌的行业寻找高回报率的股票

林奇针对理想的小规模快速成长企业提出了一套关键指标，如表6-1所示。

表6-1 判断小规模快速成长企业的指标

小规模快速成长企业			
低价格	**财务优势**	**以股东为本的管理**	**优越的特许经营资源**
• 低市盈率	• 优良的资产负债结构	• 节俭的管理层	• 产业低速增长，企业高速成长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

• 分析师和投资基金经理关注不多	• 每股营收及利润持续增长	• 良好的劳资关系	• 有限的竞争
	• 大量自由现金流	• 利润分配给股东	• 进入壁垒高
	• 低存货增长率	• 经营者持股	• 成长空间广阔
			• 简单的业务

这类企业通常是高速成长的中小企业，市场潜力很大并且很乐观。越是简单的企业他越喜欢，他最理想的企业是“傻瓜都会经营的企业”，因为这类企业在市场中有足够的竞争优势，即使有一天这个企业真由一个傻瓜来经营也无所谓。

优势明显的特许经营资源

林奇坚定地相信，缓慢增长甚至不增长的行业更容易持续利用自身的竞争优势，例如殡葬业。高增长行业可能让企业走下坡路，例如，在过去十年里，个人电脑和手机需求飞速增长，但这些行业的股票却停滞不前。无论是中国、美国还是芬兰，每当一个公司推出一种创新，就会有数以万计的工程师想方设法降低成本提高质量，只需六个月新产品就上市了。这种现象在缓慢增长的产业不会发生，如瓶盖、裁切优惠券、油桶回收、汽车旅馆等行业。如果一个行业根本没有增长（尤其是让人觉得枯燥、厌烦的行业），你基本不用担心更有竞争力的企业占领市场。

小规模快速成长企业通常是在某个地理区域内取得成功，然后把成功的经营战略不断复制下去，逐渐向外扩张。这种模式通常会引发利润和规模的急速扩大，但大多数专业的分析师和新闻媒体会对此视而不见。在他们忙于通过投资众所周知的“未来产业”（例如生物技术、电信、互联网等）取得好业绩的同时，有能力的小规模快速成长企业在自己的道路上持续发展，甚至在某个区域取得了支配性地位。很多做着淘金梦的炒股者喜欢关注快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速成长的产业，其实一些平淡无奇的产业竞争者很少，给有能力主导市场的企业提供了机会。林奇认为最好持有可能在缓慢增长的市场中不断扩大市场份额的企业股票，这要好过在前景乐观的市场中却面临市场份额下降压力的企业的股票。对股东而言，处于市场主导地位要比处于竞争地位更有利。

显然一些投资者混淆了两类增长的概念。第一类增长是行业销售额的增长，这种增长会带动第二类也就是更重要的增长，即行业内某个企业利润和股东价值的增长。保持利润高速增长需要具备一定的条件。实际上，在很多高速增长行业，销售额增长转变为利润增长的不确定性是相当大的。这种不确定性让投资者望而却步，如果他们遇到了更简单、更好预测、更容易评估竞争威胁的行业，会表现得尤其明显。

判断特许经营资源有几种线索，如企业可以年复一年地提高价格却不会流失顾客，企业每股利润稳定增长，企业能够在不同城市复制成功模式，单一客户占企业销售额的比例不高，企业在本地市场处于明显的垄断地位。

一种排他性产品或特许经营资源对企业的重要性怎么强调都不会很过分。拥有这种排他性使得企业具备一种经济优势，使其能够年复一年地提高价格却不会流失顾客。通常，潜在竞争对手进入这种排他性市场的成本是不可承受的，矿石开采就是这样的例子。林奇很喜欢石头开采行业，他对采石场的喜欢超过对珠宝的喜欢。珠宝行业很容易受到市场竞争的影响，竞争既可能来自现有企业也可能来自新企业，当今时代即使高档珠宝店也要面临互联网珠宝店的竞争。这种竞争的后果是顾客可以在几十个购物场所自由选择。相比之下，靠近大城市的采石场通常是方圆一百英里内唯一的采石场，几乎是垄断状态，短期内几乎不太可能有新企业进入市场，因为当地居民非常讨厌采石场，开采资格审批过程是非常折磨人的。当地的新闻出版企业、制药企业、化工企业也是小规模快速成长企业的例子，这类企业受到很高的进入成本和很高的竞争成本保护，但扩张空间却很广阔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想的小规模快速成长企业应该经营简单的业务。对于简单的业务，了解业务内容、判断企业优势都要容易得多，并且这类企业的管理者也不太容易犯错误。

以股东为本的管理

对投资者而言，非常重要的一点是管理者在企业发展进程中要关注股东利益而不是关注管理层自身的财富。林奇发现企业对股东的回报和总部办公室的豪华程度呈负相关关系，因此他喜欢投资不会用企业资源兴建豪华办公室的企业。塔可钟、皇冠瓶盖公司(Crown Cork and Seal，30 年股价增长了 280 倍)等企业简朴、平凡的办公室给他留下了深刻的印象。塔可钟的总部就在一个保龄球馆的后身，看起来就像一个仓库。皇冠瓶盖公司总裁办公室铺着褪了色的地毯，家具也很破旧，办公室窗外不是草坪，而是生产线。

投资者要寻找利润很高而且总部的办公室很简朴的企业。高效管理的能力、维持良好的劳资关系以提高利润水平的能力都要比富丽堂皇的行政办公室重要得多。企业应该尊重员工，善待员工，不要把工人划分为地位优越的白领阶级和地位卑微的蓝领阶级。工人应得到良好的薪酬，工人的自身利益要与企业未来的繁荣联系起来。

林奇不会选择把盈余资金实行不必要的多元化的企业，他把这种现象叫作“错误多元化”，并以吉列公司为例子进行了说明。尽管剃须刀片业务非常赚钱，吉列公司却实施了错误的多元化策略，涉足化妆品、卫浴产品、圆珠笔、打火机、卷发器、搅拌器、办公用品、牙刷、数码手表等领域，这只是随便举几个例子。吉列公司直到后来才意识到走错了路，重新回到规模不大却很赚钱的剃须刀市场。“这是我记忆中唯一一次看到大公司在别人还没有意识到错误前主动承认错误。”[1]林奇到苹果公司时会向管理者提出各种

---

① 同前注，p. 147。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，但他总会考虑一个很关心的问题：如果公司有这么多现金流，会不会像其他企业一样进入管理者不熟悉的领域？

企业内部人购买本企业股票是判断企业健康状况的可靠信号。如果员工把自己的钱投向所在的企业，那么这种内部人持股行为是可靠的投资信号，如果是企业低层管理者用自己的工资增持股份就更加重要。如果正常工资的公司高管拿出相当一部分工资购买公司股票，这说明高管对公司前景非常有信心。如果厂长或公司副总裁购买了1,000股，这是非常重要的信号，甚至比公司总裁购买还要重要。经营者持股可以激励经营者为股东（以及他们自己）提供回报，而不是给自己涨工资或者把闲钱用在不必要的领域。但是，内部人减少持股未必是消极信号，因为减持的原因很多，例如买房子、交学费等，这和企业业绩没有任何联系。

经营者持股可以激励经营者为股东（以及他们自己）提供回报

低价格

林奇对高市盈率的股票总是很警惕，他主张除非有非常充足的理由相信公司利润能保持高速增长，否则不要持有高市盈率股票。高市盈率妨碍股票增值，就像过重的马鞍会妨碍赛马的速度一样，企业需要付出额外的努力才能达到同样的业绩。林奇判断市盈率的简单标准是市盈率不能超过企业利润的增长速度。如果市盈率低于利润增长速度，那就有可能是廉价股票；如果市盈率不到利润增长速度的一半，这种可能性就很大了。在低通胀时期，用以上判断方法可能不是很准确。假设通货膨胀率在2%～3%，那么股票价格的长期平均名义增长率一般不会超过GDP的名义增长率，即2%～3%的GDP实际增长率加上2%～3%的通货膨胀率。如果股票的平均收益增长速度在4%～6%，那么股票价格增长超过这个幅度的也不多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此这就决定了市盈率只会是一位数。我们能接受的总的原则是寻找市盈率较低的股票。

高市盈率可能是因为投资者对未来收益有不合理、不现实的预期，而且历史上这样的股票都曾发生过价格暴跌。例如，1972 年雅芳公司 64 倍的市盈率基础并不牢固，导致两年后公司股票从 140 美元暴跌至 18.625 美元。1973 年，宝丽来公司股价达到 143 美元，市盈率是 50 倍，毫无疑问这样的局面不可持续，股票经历了大幅波动后于 1981 年跌至 19 美元。宝丽来曾试图生产新型照相机，投资者预期新照相机会带来非常好的反响，结果却发现新款相机价格很高，功能还有问题，因此没有带来预期的收益。其实这种预期收益并没有道理，除非每个美国家庭都买上几部这样的相机才能达到预期的水平。只有建立在客观事实和真实的收益增长的基础上的市盈率才是有意义的市盈率。

财务优势

财务健康方面的重要指标之一是良好的资产负债情况，例如企业净资产负债率较低、债务结构合理等。一些重大的股票投资损失往往和资产负债情况不好有很深的渊源。林奇不仅注意企业负债是否超过资产，还会关注负债的类型。短期贷款和债务到期日过于集中不是好现象，因为这需要更多的现金偿还债务。相反，如果企业的债务规模不变或减小，或者企业现金超过债务规模，都是财务优势的体现。

还有一个重要指标是企业未来发展所需的投资规模。例如在需要大笔资金实施新项目的造纸行业，企业给股东派息的可能性就小于那些不需要大笔投资的企业。投资者还要警惕企业的存货规模，库存积压到一定程度企业会不堪重负，而且库存商品的价值要远低于账面价值。如果企业库存增长速度快于销售额增长速度，这就是不好的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两分钟原则

林奇希望员工能像他以前一样训练有素，能够用两分钟讲话说清楚企业的优点，要从错综复杂的信息中找到有关企业的重要信息，然后做出决策。抓住企业的关键内容并准确地表达出来至关重要，如果做到这一点，企业特许经营资源、管理水平、财务状况、低价格这些方面的优势就可以转化为重要的决策依据。如果做不到在两分钟内解决这些问题，那就意味着企业过于复杂，不确定性太多，需要进一步考虑。

给投资者的建议

针对制定持续赢利的投资策略，林奇提供了哪些建议呢？

了解事实

在林奇提出的投资标准中，首要的是了解目标企业并持续关注，买了后不管的投资方法是给自己找麻烦，持续关注才是赚钱的必要条件。只要对所持有的股份做到足够了解就可以避免犯下仓促卖出股票的错误。如果持有的股票价格翻番或者涨了两倍，卖出的冲动是很强烈的，但是如果企业竞争力很强，管理水平很高，企业股票很有可能实现10倍甚至20倍的增长。

想要保持投资组合的成效和赢利能力，就要拿出足够的时间深入了解所投资的每个企业并跟踪进展，起码要每隔几周就做一次。要对你的股票提出两个问题：(1)和企业的利润相比，股票价格是否仍然合理？(2)企业的发展能提高企业利润率吗？这两个问题的答案取决于企业竞争力的发展变化以及管理水平，因此持续关注企业能够了解企业的全部情况，知道企业是否仍然有竞争力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他把持股比作养孩子——不归你管的不要插手。企业发展一般要经历三个阶段。第一个阶段是创立阶段——企业建立业务并努力找到成功的道路。这个阶段对投资者来说很危险，因为企业完全有可能遭遇全面失败。第二个阶段是扩张阶段——企业的成功战略被植入新的领域。这个阶段可能是投资者最赚钱的阶段，因为企业已经找到了自己的市场并能够利用自身的成功获得优势。第三个阶段是巩固阶段——企业的市场可能已经进入饱和状态，需要开辟新的道路。这时候投资者仍然面临风险，因为很难说企业一定能够继续前进。企业发展的每个阶段都可能经历数年，投资者必须知道自己投资的企业处于哪个阶段并采取相应的行动，但关键一点是了解企业的情况，分析企业的业绩，确保自己是在投资而不是在投机。

永远要牢记，最好的股票可能就是你手里的股票

坚持不懈地了解一个企业及其所在行业，假以时日就能深入地了解有关企业赢利水平的重要指标，知道企业的哪些错误是不可挽回的，哪些只是一时的挫折。经济周期是周而复始的，投资热点也是周期性变化的。如果你真正了解投资组合中的企业，那么当市场受到意外情况扰动时，你就能意识到这不过是一种暂时的情况。在经济总体形势不好时，即使最好的股票也可能发生业绩下滑。尽管企业遇到问题时不坚定的投资者可能会抛售股票，但实际上无论什么原因造成的股价暂时性下跌都是有心的投资者以低价补仓的好机会。永远要牢记，最好的股票可能就是你手里的股票。

谨慎多元化

林奇接管麦哲伦基金时公司的投资组合里只有 40 只股票。林奇没有理会富达基金领导的建议，忍不住廉价股票的诱惑，把公司投资组合扩大到 150 只股票，而且在他管理麦哲伦基金的职业生涯内不停地扩大投资组合，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后麦哲伦基金股票投资组合里超过了1,400只。这种极端的多元化策略是不得已而为之，因为基金规模不断扩大，而且根据政府部门规定，鉴于基金公司的特点，其持有的企业股份不能超过该企业股份的10%，并且基金公司持有的任何一个企业的股份都不能超过基金规模的5%。林奇能够做到很高程度的多元化也因为他和同事每天都在搜集信息，他说："我始终认为找企业就像找石头下面的小虫子，如果翻开10块石头有可能找到一个虫子，那么翻开20块就可能找到两个……我每年都翻开几千块石头，所以才会为麦哲伦基金做成这么大的规模。"[①]换句话说，以你的时间为限选择股票，并且要全面了解企业的状况。

绝大多数的投资者都不能像林奇和他的同事们那样同时跟踪大量股票。普通的投资者选股时要以自己所擅长并且有时间、有能力了解的企业为限，所选的企业应经得住谨慎的价值投资标准的检验。林奇认为普通投资者选五个股票可能就差不多了，如果选择了五种不同成长类型的企业，那么三个企业可能符合预期，一个企业可能遇到意外的困难并让你失望，另一个企业的业绩可能超出你的想象。林奇建议不要把所有鸡蛋都放在一个篮子里，但他也说过，8～12个企业基本上是业余炒股人士能够管理的上限。

关键是要保证有足够的时间了解每个企业。投资组合里的每只股票都应该经过严格的检验，如果没有花时间分析企业，就无从判断这些企业是否通过了检验。如果私人投资者把时间分得过于零散，相对专业投资者就失去了优势。

接受市场波动

投资者必须正视股票市场的波动，同时还要承认，"尽管研究生课堂上

---

① Lynch,P. (1994) *Beating The Street*, New York: Simmon & Schuster, p.141.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说股市每年增长9%”，但投资者不可能预测股市行情，也找不到能够预测股市发展趋势的人。“美国有6万经济学家，很多经济学家的全部工作就是预测经济衰退和利率变化，如果这些经济学家每年能成功预测两次，那他们早就成为百万富翁了……一位有识之士曾说过，即使把全世界的经济学家都找到一起，结果也是各说各的道理。”[①]连专家都做不到的事，业余投资做到的可能性有多大呢？

经济衰退周而复始，投资热点也一样周而复始。如果业余投资者做足功课，认真抓住企业的核心业务，他们有可能乐于见到意外的负面消息，例如，恶劣的天气状况、贸易制裁、经济衰退，因为这类消息能够导致股价暂时性的突然下跌。投资者必须要对自己的分析有信心，要知道很多原因都能导致股价波动，不能盲动，不能让情感战胜自己的分析。如果股市开始下跌，不要跟随职业投资者的喜好做决定，而要相信自己的选择，相信自己花时间所做的分析。如果买了股票后股价出现上涨或下跌，说明有人想以高一些或低一些的价格购买同样的股票，这和价值没关系。

不要跟风

投资者不要跟风投资市场上最热门的股票，事实证明热门的股票往往是炒作的结果。这种股票的价格能在短期内以惊人的速度上涨，但此后也会以惊人的速度下跌。股市经常会炒作一些热门股，炒作的题材可能是发明了灵丹妙药、新兴的高科技企业或生物技术领域的创新，这类股票看起来是很诱人的。从表面上看，似乎这些企业解决了世界上的重大问题，然而尽管传言背后没有任何事实依据，炒股的人对此却视而不见。因为这类企业通常没有利润，所以投资者从来不关注企业的利润；因为没有市盈率，所以

---

① Lynch, P. with Rothchild, R. (1989) *One Up On Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*, Simmon &Schuster, pp. 74—75.经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不存在市盈率是否合适的问题。只有通过细致入微地分析企业，投资者才会抓住机会。

在这方面林奇最喜欢的例子是KMS工业(KMS Industrial)公司。1980—1986年，KMS工业公司研发了多项技术“奇迹”，例如“非晶硅光电技术”、“视频多路复用技术”、“光线探针”、“化学引爆球形内爆材料加工方法”、“惯性约束聚变方法”、“激光冲击压缩方法”、“视觉免疫检验分析方法”。不用说，若干年后公司的股价从40美元下跌至2.5美元。林奇应对此类问题的方法很简单。他说如果现在看股票前景非常好，那么明年甚至后年这个股票仍然是理想的投资对象，你总可以推迟购买这类股票。如果市场上已经出现了价格可以增长十倍的股票，那还有什么必要去尝试没有表现出这种增长势头的股票？简而言之：看不准的事暂缓决定。

前后一致

业余投资者应该形成自己的投资方法，这种方法应该是经过实践检验、适合自己的投资策略。投资者应该坚持使用自己的策略，不要被股市中短暂的，可能是非根本性的趋势所左右。有时候很难克制立刻采取行动的冲动，但这时候最需要很强的克制力。使用既定的投资方法产生的损失是可以接受的，这种情况不可避免也不得不接受，投资者不要因此而感到恐慌，甚至进行不必要的买卖交易。长期坚持使用统一的投资策略能够把投资风险降到最低程度，实现长期收益的最大化。正如林奇所说，有些年景能实现30%的投资回报率，但也有的年景只有2%，甚至亏损20%。股市就是这样，你只能接受这样的事实。如果你期望实现每年30%这样的高收益率，那么股票的最终表现可能让你很有挫败感。有了挫败感你就可能失去耐心，在最不该放弃的时候放弃你的投资策略，甚至开始冒着很高的风险去追求不切实际的回报。如果你想实现长期收益最大化，无论股市行情好坏都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要坚持统一的投资策略。

投资股市并不是一门科学。成功的投资者能够接受阶段性的损失和意外事件，聪明的投资者会百折不挠，继续寻找好的股票。如果你购买的十只股票有六只表现不错，你就应该有感激之心，因为你做得比大多数人都好，40%的失误率能够保证你跑赢大市。

逆向投资

对于“该什么时候买股票?”这样的问题，直白的答案就是做足功课，认为该企业看起来值得你赌一次。不过，有些投资者和大多数人的意见都不一样，喜欢逆向投资。逆向投资者在别人交易时做着相反的交易，但真正的逆向投资者不是为了与众不同才这么做。他们发现股市出现了问题，在某个方向上过度发展，才会深思熟虑地做出和市场趋势方向相反的交易。他们取得成功的方法是等待大众投资者的热情消退，然后投资那些没人关注的企业，特别是分析师懒得分析的企业。

在他看来，不做分析就投资就像打扑克的时候不看牌面一样

林奇认为，投资不能靠直觉，应该学会忽略直觉，坚持通过调查了解企业的基本情况。在他看来，不做分析就投资就像打扑克的时候不看牌面一样。

林奇告诫大家，不要因为一个企业像某个企业而去买它的股票，例如像微软的企业、像迪士尼的企业，这类企业几乎从来都不可能实现你所预期的结果。投资者也不要被股票的名字所迷惑，名字平淡无奇的好企业不容易吸引其他早期投资者的注意，而好名字的平庸企业可能会吸引很多投资者并给他们带来不真实的安全感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必关注技术分析

林奇很排斥技术分析(图表分析),他说:“我不怎么在意那些关于曲线的学问。”

不要预测市场的短期波动

林奇和本杰明·格雷厄姆都认为股市短期行情(几个月的行情)和投资好坏没有关系,除非其他投资者做出了愚蠢的行为,为投资者购买廉价股票创造了机会。投资者必须关注企业的基本经营活动,不要把时间浪费在不切实际的方面。通过预测市场行情买卖股票的结果往往非常糟糕,因为投资者通常在最不该悲观的时候悲观,在最不该乐观的时候乐观。另外,频繁换手也是一种额外的成本,因为手续费和印花税都是投资成本。

> 我每年都会和上千家企业的高管交谈,但不可避免地会看到报纸上引用各种各样的黄金投机者、利率投资者、美联储政策观察员以及财政政策评论员的评论。数以千计的专家在研究超买指数、超卖指数、头肩形态、看涨看跌比、联邦储备银行的货币供给政策、外国投资的情况、天上星座的运动、橡树上的苔藓,却不能持续、准确地预测市场,他们的预测能力比古罗马通过挤压鸟嗉囊预测匈奴人突袭时间的占卜者好不到哪儿去……股市上的大起大落对我来说都是预料之外的。[①]

好股票和坏股票

不要只想着被套牢的股票早些解套,一看到股价上涨就迫不及待地卖掉赚钱的股票;也不要只想着持有赚钱的股票,一看到股价下跌就迫不及待

---

① 同前注,p. 74。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地卖出亏损的股票。这两种策略都把当前的股票行情作为评价公司基本价值的依据。我们都知道股票短期价格波动和企业长期前景没有多少关系。股价一下跌就卖出股票，这对你是悲剧。如果企业前景良好，股票下跌正是以低价买进的好时机。如果买进一只好股票后价格下跌了30%，应该补仓，因为这时的股票比当初更廉价，这样才能获得合理的收益。别人都在抛售某个公司的股票不等于你也应该这么做。只要做了合理的分析，你就可以买进。有时候设定止损点并没有道理，例如价格下跌10%就卖出股票，这可能让你错过一些非常好的高速成长的小企业股，并且此前所做的分析也都化为乌有了。

不要使用金融衍生工具

终其一生林奇都没有进行过期货或期权交易。他认为应该禁止股票期货和期权交易。期货和期权交易成本很高，风险很大。在期权交易中，权利金在你的利益中所占的比例太高了。期货交易能够放大你的损益，一旦对市场判断失误你将额外付出很多倍的代价。

卖出股票的方法

最受大家欢迎的卖出股票的方法是“在加息前卖掉”或者“在经济衰退前卖掉”，如果真能这么简单就好了。林奇对卖出股票的建议很简单，那就是买进股票前进行分析，只要公司经营状况良好就一直持有。如果各种信息证明股票正向着好的方向发展，而且和你的判断一致，那么卖出股票就是很丢人的事。选择卖出股票的时机，说起来容易做起来难。

这种困难分为两种情况，而且都是心理方面的原因。一个是股价上涨的时候，另一个是股价稳定或下跌的时候。如果股价上涨，很容易急于卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票套现，然后悔不当初。股价上涨后人们就会担心价格下跌，因此很难继续持有。但是，如果为了蝇头小利而把股票卖掉，那么你永远也不会买到价格涨十倍的股票，股票价格上涨不等于一定会下跌。

一个好的建议是不要受金融界和媒体意见的不良影响，林奇把这种心态叫作草木皆兵。处于草木皆兵心态的投资者会出现这样的反应：“在广播中无意中听到有人随口说一句日本经济过热将拖累世界经济，好像还听到了股市会下跌10%的说法，于是赶紧把持有的索尼公司和本田公司的股票都卖掉了，甚至还卖掉了和日本经济以及经济周期没有关系的高露洁—棕榄公司的股票。”[①]由于人们（普通的大众）对货币供应的谣传以及对美联储的一知半解，美联储前任主席威廉·米勒曾说过：“23%的美国人认为美联储是印第安保留地的名字，26%的人认为是自然保护区的名字，51%的人认为是威士忌的品牌名。”[②]

换句话说，不要为了你不了解的事情动摇。耐心是投资的关键，即使林奇本人也经常需要默默忍受压力等待全世界重新认识他所投资的企业的价值。他喜欢购买股价长期不动的股票，他说大部分投资收益都是持股三四年后实现的。如果你持有的股票让你很兴奋，别人却根本不以为然，那就需要你特别有耐心。有时候你会觉得别人对了你错了，但是只要公司的基本面良好，你的耐心迟早会得到回报，起码大多数时候都会让你的付出有所值。卖出股票的建议和理由可能有很多，但归根结底只有一点，那就是投资者务必熟悉他所投资的企业，只有这样才能做出正确的决定。

不过，如果企业的基本面恶化，股价却上涨，那就应该考虑卖掉这些股票购买其他股票，当然新买的股票也需要经过分析。另一个卖出股票的信号是公司基本面出现反复波动，股价突然急速上涨，华尔街却没有任何反

---

① 同前注，p. 254。

② 同前注，p. 255。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应。“如果华尔街有 40 位分析师给该股票提出了最高级别的买进建议，60%的股票被机构投资者持有，三个国家级杂志对该公司的 CEO 歌功颂德，那么就该认真考虑卖出股票了。”[1]

林奇投资方法的难点和不足

从表面上看林奇的投资方法很简单，在他看来私人投资者没有理由不能像职业投资者一样成功。不过，他的投资方法实际应用起来要比看起来难一些。培养了解企业管理和战略的技能具有很高的难度，而且业余投资者并不能像林奇和他同事那样获取高质量的信息，普通的业余投资者也不能向林奇那样打电话给公司 CEO 了解情况。

林奇的方法对私人投资是个极大的鼓舞

林奇以及他的员工为世界知名金融机构工作，他们具有先天的优势，他们的电话受到重视，会有人答复，而且人们愿意向他们提供信息。业余投资者的优势是可以通过观察或者工作关系了解企业。如果你在一家医疗机构工作，那么对医药供应产业应该有很高深的见解；也许你熟悉工程技术，因此知道怎样分析工程类企业。林奇的方法对私人投资是个极大的鼓舞，即使你的投资业绩不能像他那样惊人，但仍然可能好过把积蓄交给投资基金或股票经纪人。

林奇在介绍成功投资者应该具备的个性特点时，列出了很全面、标准很高的内容。

---

① 同前注，p.259。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 我认为成功投资者的特点应该包括耐心、自立、判断力、承受力、开明、独立、毅力、谦虚、灵活、独立分析的愿望、承认错误的勇气、忽视公众恐慌情绪的能力。在智商方面，最好的投资者的智商可能会超过智商最低的10%的人群，但会低于智商最高的3%的人群。在我看来，真正的天才太在意理论思维，总是看不到股市上的实际情况，因为股市上发生的事往往比想的要简单。投资者还要具备信息不充分条件下决策的能力。华尔街的情况很少有明朗的时候，如果明朗了，赚钱的机会可能已经过去了。依靠全部信息进行思维的科学模式在股市上是会碰壁的。最后还有很关键的一点，即要能够克制人的天性和直觉。绝大多数人在内心里都相信自己有能力抄到股票、黄金、利率的底价，但事实证明绝大多数人都只不过一次次地犯错误。①

如果你具备以上全部特点，那你可能会成为非常成功的投资者；如果你只具备一部分特点，那你可能成为比较成功的投资者。林奇承认，他本人也不能满足以上全部标准。他给我们也给他自己的建议是，即使我们经常失败，也要重整旗鼓，吸取教训，争取下次做得更好。

结论

彼得·林奇说投资就是赌博，你要做的就是想方设法增加自己的好运气，他提出了增加好运气的一些方法。

• 私人投资者要发挥自身的优势：

——选择与众不同的股票（与赶时髦的职业投资者相比）；

——投资方法要和机构投资者的规则和套路不一样；

---

① 同前注，p. 69。经许可引用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——不要对股市短期兴奋点做出反应；

——购买价格可能增长数倍的中小企业股；

——花时间认真分析投资组合里的每一只股票；

——在职业投资者关注以前找到增长潜力巨大的股票，例如到购物中心寻找这样的企业；

——准备购买业务乏味甚至令人讨厌的企业的廉价股票。

- 寻找有优越特许经营资源的企业、以股东为本的企业、有财务优势的企业、股价低廉的企业。
- 投资多元化程度应该以你有精力深入了解投资组合里的每一只股票为前提。
- 不要预测股市短期行情，不要用宏观经济指标预测投资时机。
- 下列行为纯属浪费时间：关注热门股、技术分析（图表分析）、设定止损点、使用金融衍生工具进行交易。
- 了解投资组合里每个公司的基本面，只有基本面恶化时才需要卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 七 章

约翰·奈夫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·奈夫(John Neff)提出了以低市盈率股票为重点的价值投资方法，此外还提出了评价低市盈率股票的一系列标准，他把低市盈率股票投资方法和这些评价标准相结合，形成了复杂的低市盈率投资方法。

在1964—1995年奈夫管理温莎基金(Winsdor Fund)的31年里，温莎基金的1美元基金增长到56美元，同一时期标准普尔500种股票只从1美元增长到22美元，温莎基金的增长幅度是5,546.5%，比标准普尔指数的增长幅度高出两倍以上。鉴于市场上基金公司的净收益普遍低于标准普尔指数，因此奈夫的业绩相当出色。

我们可以从奈夫这里学到以下知识：

- 怎样利用自身优势判断股市行为；
- 怎样使用复杂的低市盈率投资方法；
- 分析企业时抓住基本面的重要指标；
- 培养长期投资所必需的独立思考、勇气、毅力等性格特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵制主流意见

奈夫敢于坚持主见，能够抵制股市上的主流意见，这既和他的早期经历有关，也和他刻苦努力的精神有关。奈夫小的时候就是一个很有主见的人（这是委婉的说法，他一年级老师的说法是争强好胜）。“我从来不会在任何辩论中让步，即使在权威面前也不会屈服。我母亲总说我该当律师，因为我这个人即使和路边的指示牌也能辩论一番。”[①]早期的经历成为他的优势，使得他能够在投资领域另辟蹊径，按照自己的看法投资股票。

奈夫还很小的时候，由于叔叔酗酒，家族经营的小型零售企业倒闭了。这件事让他汲取了三条重要经验：(1)不要对任何企业报有特殊感情，否则可能被这种感情所拖累；(2)凡是企业就有可能倒闭，因此企业并不是理想的投资对象；(3)无论对个人来说还是对企业来说，喝醉酒都不是好事。特别是前两条经验对他后来的投资哲学产生了重要影响。

奈夫小学五年级时买卖棒球卡，他发现竞价的人头脑发热能够让棒球卡的价格上涨得离谱，这让他学会了与众不同的思维。他发现感情冲动或头脑发热是很傻的事，孩子们购买棒球卡时真正关心的是以什么价格转手，而不是以什么价格买进，更不会关心棒球卡的实际价值。他还发现价格涨得最凶的棒球卡也是跌得最惨的，只不过时间早晚而已。

1950 年，18 岁的奈夫加入了父亲经营的企业，向汽车经销商、服务站、农民销售机械设备。这段工作经历让他发现朴实无华的产品同样可以赚大钱，这个理念成为他毕生投资理念的一部分。实际上，在那以后他开始关注乏味的企业，这样的企业之所以赚钱是因为竞争很少。

1951—1953 年在海军服役期间，奈夫通过打扑克发现会打牌的人都善

---

① Neff, J. and Mintz, S. L. (1999) p. 14.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于分析胜负比率，在没有很大把握时不会轻易下赌注。

1953—1955 年上大学期间，有两门课的主讲人是信奉本杰明·格雷厄姆投资哲学的悉尼·罗宾斯(Sidney Robbins)博士。20 世纪 50 年代后期他在克利夫兰(Cleveland)的国民城市银行(National City Bank)担任证券分析师期间又在西储大学(Western Reserve University)拿到了银行金融学学位。尽管奈夫的起点较低，但他勤奋努力，进步非常快，因此在银行内部晋升得很快。不过，他对工作独立性的渴望最终让他在 1963 年来到温莎基金公司担任证券分析师，因为他感觉这里的束缚少一些，能够用更新颖的方法选择股票。

温莎基金公司

1964 年，33 岁的奈夫开始担任温莎基金公司的负责人，在此后的 31 年里，他的业绩有 25 年跑赢了大市。奈夫任职以前，温莎基金热衷于投资小型成长企业股，对企业利润可持续增长的潜力关注度不够，因此业绩很糟糕，比标准普尔 500 种股票的业绩低 10 个百分点以上。温莎基金公司的管理层优柔寡断，没有及时止损，后来又把其余的基金用来投资所谓的“安全”股票，再一次错过了市场成长的机会。

奈夫一上任立刻着手分析温莎基金的投资组合，很快就发现此前的失误。他说，基金经理只会跟风买卖股票，所以持有的股票几乎没有好的，41 只股票中只有 8 只还算成功，但也很牵强。

> 温莎基金持有的 41 只股票中只有 8 只还算成功

他着手调整，增持了现有的部分股票，禁止为了投资多元化购买业绩普通的股票。他选择了业绩可以预测、有稳定的利润增长前景、有增长潜力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格低廉的股票。

好的投资者的性格特点

现在我们来比较奈夫和股市中绝大多数投资者的不同之处。

勇气、判断力、承受力

通过复杂的低市盈率投资方法取得成功离不开勇气，有勇气才敢买进其他投资者抛售的“垃圾股”。他们会对你的行为不屑一顾，因此还要准备好面对特立独行的尴尬。

奈夫一向选择企业的利润仍有增长潜力却被市场忽视、误判、冷落的股票，他相信，如果股票的负面消息已经基本公开化并且价格受到打压，那么任何利好消息都可能引发价格大幅度反弹。

奈夫认为，投资者容易犯的一个严重错误是购买增长预期普遍很高，但一有风吹草动就会价格暴跌的股票。他注意到股市常被潮流和时尚所左右，因此符合潮流的股票价值被高估，本身很好却不符合潮流的股票价值被低估。投资者被冲昏了头脑，对业务基础稳固的好企业视而不见。他说，成功的投资事业离开热门股票和牛市照样能够发展，关键在于投资者的判断力和承受力。“判断力帮你抓住机遇，在你和别人不一样的时候承受力可以帮助你坚持下去……在我们看来，不被看好的股票往往是好股票。”①

当然，按常规投资（跟着市场主流意见投资）发生损失是常见现象，一般不会招来批评，但用别出心裁的标准投资一旦发生损失又不能免责的话，你将面临公开的批评和谴责。大多数人都不愿意冒这份风险，而愿意随大溜。如果你私下里问投资者是否会选择冷门股票，大多数人都会回答“当然会”。

① 同前注，p. 4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是人性，谁愿意公开承认自己只会随波逐流呢？遗憾的是，他们的言行并不一致。他们都很善于事后指出哪些是廉价股，并为此沾沾自喜。如果某股票的价格增长了 30 倍，他们会说价格涨到 8 倍的时候他就发现这只股票很有潜力，但那个时候交易量大吗？显然不大，否则价格不会那么低，他们很害怕该企业或经济领域出现利空消息，所以都不敢下决心买进，而只会忙着购买一些热门股票。

一致性、坚持和耐心

奈夫会长时间抵制主流意见，因此在市场证明他正确以前要承受很大的心理压力。在投资方面他表现出很强的坚持能力，有时候需要等上几年其他投资者才会意识到所犯的错误，重新认可利润稳定增长、业务基础牢固的公司。

奈夫的成功并非凭借少数几只业绩突出的股票。投资者要保持方法的一致性，不能过度依赖个股，只有这样才能稳赢。奈夫以打网球为例说明股市投资中的一致性、坚持和耐心。有些运动员天赋很高，能够凭借鲜明的风格赢得比赛，例如击球或发球方法很特别，但大多数运动员没有这种天赋，他们应该发挥自己的优势，尽可能地多打几个回合，增加对手犯错误的机会，靠减少失误赢得比赛。

奈夫注意关注股票的历史行情，他认为了解历史行情能够减少判断失误，对投资者很重要。如果不了解历史行情，就只能追随热点。奈夫认为，时间长了股市也有个性，有时候不理性，有时候冲动，有时候甚至桀骜不驯，但股市也有温和、宽厚的时候。长线投资者会经历好的行情和坏的行情，会经历好的年景和坏的年景，这一切仅仅因为股市也有情绪周期。20 世纪 70 年代初奈夫遭遇了严重的投资挫折，但他咬紧牙关，坚持使用自己的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奈夫所分析的主要指标

低市盈率

温莎基金购买的股票市盈率通常比同类股票的市盈率低40%～60%。奈夫认为只要这些企业的赢利能够实现稳定增长，这些股票的价格有可能“像安装了发动机一样”上涨。低市盈率股票能够实现两类上涨。一是市场重新发现这些冷门行业或冷门企业并没有多差，是市场做出了过度反应，于是有关企业股价上涨。二是企业报告的每股利润增长引起了股价上涨。

现在以热门公司和冷门公司为例进行说明。假设两家公司每股收益都是1美元，热门公司知名度很高，市场对该公司认识充分，目前的市盈率是25倍；相比之下，冷门公司不被市场所看好，所在的行业也不受欢迎，股票的市盈率是12倍。两家公司不仅每股利润相同，而且经过认真分析后认为两家公司未来的年均利润增长率也相同，都是8%，即一年后两家公司股票的每股收益都是1.08美元。热门公司的市盈率维持25倍，于是股价增长了8%，达到了27美元。

在此后的一年里，市场逐渐认识到对冷门公司所在的行业做出了过度反应，开始重新评价冷门公司的股票，最终冷门公司股票的市盈率达到了20倍。由于该公司每股收益是1.08美元，因此股价增长到21.6美元，冷门公司一年内股票升值幅度达到了80%！

奈夫指出，低市盈率股票的价格通常会成为各种利空消息的替罪羊，所以这类股票的价格中基本不包含利好消息，即使企业财务状况不佳也不会引发更糟糕的结果，因此这样的股票具有一定的抗跌能力，但是任何利好消息都可能引发投资者的关注。如果你能在市场关注这只股票前买进它，等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到其他投资者充分认识到该股票的内在价值时，你就有可能获得巨大回报。

> 如果能在市场关注这只股票前买进它，就有可能获得巨大回报

显而易见，并不是所有低市盈率股票都能像冷门公司那样最终实现良好的业绩（例如企业业绩持续下滑，市场继续忽视该企业），但实践表明用这种方法能够在相当多的股票投资中取得成功。

适度的利润增长率

简单地投资低市盈率股票是不行的，因此除了分析市盈率还要认真分析其他指标。复杂的低市盈率投资方法的关键是要判断股票的低市盈率是市场的误解、忽视、冷落造成的，还是企业过了黄金期，自身前景暗淡造成的。图 7－1 是奈夫寻找投资目标时所分析的主要指标。

企业每股收益的历史数据很容易找到，找到分析师的预测数字也不难。尽管有这些好条件，还是要自己动手分析，因为即使最好的分析师也不得不承认他们的预测只不过是有据的猜测（很多预测乐观得离谱，不要忘了很多分析师所在的券商和投资银行实际上会从企业那里拿好处）。你必须找到企业利润稳定增长的原因，找到企业以合理的速度保持增长势头的充足理由。这种增长速度要足够快，这样才能吸引市场上大多数投资者的关注，但也不能太快，否则股票会变成风险股（过度渲染很快会让企业走下坡路）。

奈夫的一个投资原则是寻找利润年增速超过 7%但不超过 20%的企业。利润增长速度超过 20%的企业风险太大了。他通常会预测五年期的利润增长情况，这样的时间跨度让分析师能够从产业内长期竞争力的角度分析企业。

股息

股息让投资者在等待股票升值的同时能得到满意的即期收益。等待股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

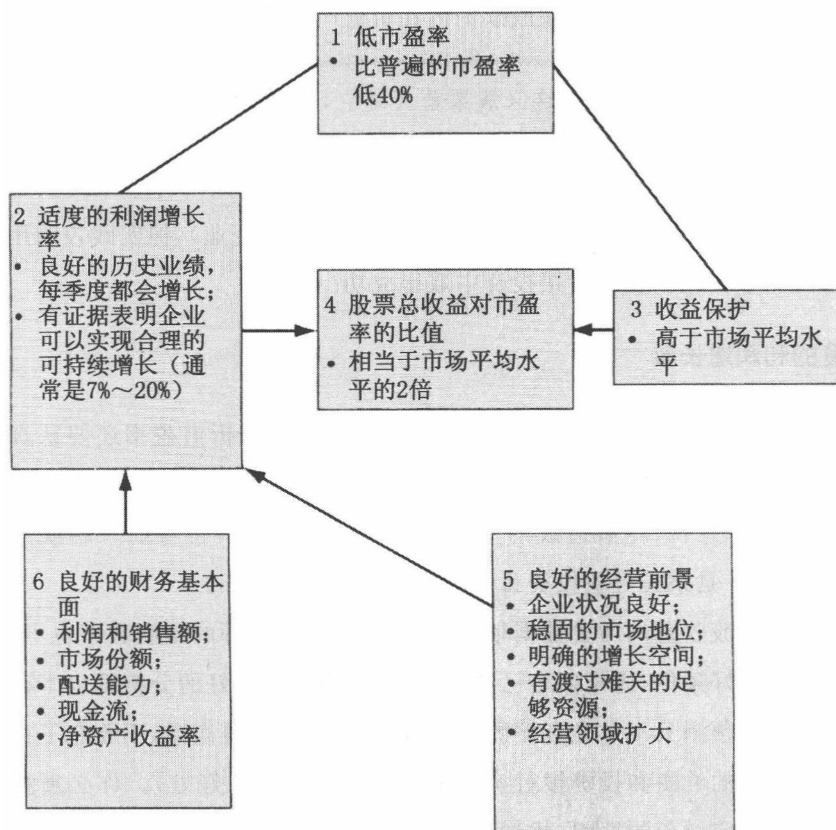


图 7－1　复杂的低市盈率投资方法示意图

息这种投资回报要比等待企业利润增长所带来的回报可靠得多。企业很少降低股息率，好的企业一般会提高派息率。

温莎基金公司取得每年比市场平均水平高 3.15 个百分点的业绩在很大程度上是股息收入的贡献。奈夫认为很多人过于强调公司赢利增长潜力的影响，对股息的重视程度不足。他说，分析师喜欢把利润增长前景作为股票分析依据，因此很多时候投资者可以“免费得到股息收入”。

如果一只股票有 15%的收益增长率和 1%的股息收入，另一只股票有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11%的收益增长率和5%的股息收入，投资者通常愿意为前一只股票支付更高的价格，这让他感到很费解。奈夫并没有具体说什么是"高水平股息"，但一般认为他偏爱股息比平均水平高2个百分点的企业。

股票总收益对市盈率比值

奈夫取得成功的部分原因是用公式计算股票总收益与市盈率的比值，以此来衡量计算"投资放大的倍数"。他计算的方法是用股票收益增长率与股息之和除以股票的最新市盈率，即：

$$\frac{\text{股票总收益}}{\text{市盈率}}=\frac{\text{股票收益增长率}+\text{股息率}}{\text{股票价格}\div\text{最新报告利润}}$$

投资者希望找到利润增长潜力大的股票，但还希望找到那些相对于当前收益和股息来讲价格最低的股票。奈夫经过大量实践和检验后认为，选股的入门标准应该是2倍左右，即某只股票的总收益与市盈率比值应该是股市平均比值的2倍。

假设股市的平均利润增长速度是4%，平均股息率是5%，最新的平均市盈率是14倍，那么可以通过选股入门标准的股票应该是：

$$\frac{\text{股票总收益}}{\text{市盈率}}=\frac{4+5}{14}\times 2=1.29$$

如果股市平均市盈率下降到10，选股的入门标准将提高至1.8。

计算历史利润增长速度的时间跨度选择对于估算企业未来利润增长有重大影响。奈夫主张至少选五年，因为只有这样的跨度才能包含经济波动的影响，例如一次重大利好导致企业利润以两位数增长。在这方面要用些常识，例如不要把牛市期间的两位数增长无限期地外推。估算企业的利润增长前景应该有一个合理的上限，通常是GDP长期增长速度（例如2.5%）与长期通货膨胀速度（例如2%）之和。假定过高的增长速度风险太大，而且不符合以严谨的态度预测的原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好的经营前景

令人遗憾的是，选择好股票并没有纯粹的数学方法或机械方法。奈夫告诉我们，做股票分析既需要定量分析能力也需要定性分析能力，不仅要了解行业的特点，还要研究企业的产品、战略定位及竞争者的特点。他感兴趣的是自身有明显竞争优势的好企业，但股市由于被其他热门股所吸引而低估了该企业的价值。

要研究企业的产品、战略定位及竞争者的特点

奈夫建议，如果对某个公司感兴趣，应该走访企业的工厂、商店，甚至试用该公司销售的产品——只是试用即可。

看行业杂志是比其他投资者更早了解行业发展动态的方法。投资者要从街头巷尾的议论中了解人们对一个企业和企业员工、产品、竞争者的看法。一个有效的评价企业竞争力的指标是看企业是不是行业内的领先企业。要注意倾听企业内部的言论，了解企业的整体经营状况，行业发展前景，控制市场的能力，在市场中给产品和服务设定较高价格的能力（利用本书介绍的另一位伟大的投资家费雪所用的聊天法）。了解竞争者进入市场或者开发替代产品的难易程度很重要。奈夫寻找的是有成长潜力、行业市场没有饱和的企业，他还提出企业应该有克服困难的资源。

奈夫建议向企业的 CEO 或投资负责人提出一系列问题，例如：在可以预见的未来，本企业产品的价格会上升还是会下降？成本会上涨还是会下降？行业内的领先企业是哪一个？行业内主要企业的声誉如何？本行业的产能能够满足市场需要吗？本行业正在进行的基本建设投资多不多？这些新增的投资会不会降低利润水平？

评价企业可持续竞争优势以及产业的总体形势绝非易事，也许因为奈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

夫本人熟悉企业经营，他提出了评价企业相对优势的六个标准。尽管奈夫针对评价企业竞争优势可持续程度的方法和标准仅仅提出了思路，但有一点他始终坚持，那就是投资者只能投资他完全了解的企业和完全了解的行业。分析一个行业和企业的竞争优势的难度很大，因此奈夫只选择那些按常理可以预测的行业和企业。他信奉简单的原则，因此像微软、思科这样快速发展的高科技企业不会成为他的投资对象。

奈夫对“好企业”感兴趣，好企业也就是市场地位巩固的企业。通常，竞争优势很强的企业不应该在股市上遭受冷遇，价值也不应该被低估，然而温莎基金却发现由于股市对热门企业和热门行业的追捧，往往会忽视这类好企业，因此好企业遭到冷遇的事并不少见。

良好的财务基本面

奈夫分析企业时从搜集大量数据和资料入手，从不同的角度用数字求证自己的判断，因此可以了解企业的业绩和财务状况。他以行业和股市整体作为参照系判断企业的业绩情况。

销售额应该保持增长势头，这样企业才能保证利润长期正常增长。企业利润水平提高可能意味着市场竞争优势扩大，提高了对价格的影响力。他还会考察企业是否有能力按照顾客的需要配送产品，如果近期做得不够好，说明企业运营缺乏效率或者产品供不应求。如果市场需求非常旺盛，他就会分析企业能不能及时调整策略满足市场需求，以保持利润和销售额的双增长。

企业应该保持充足的现金流（奈夫只研究未分配利润和折旧产生的现金流），只有这样才能用自有资金实施投资计划，而不是动辄通过借款和股权融资方式筹措资金。投资者不要选择经常要求股东增资的企业，因为市场上总有一些企业有充足的现金流，对增加固定资产和营运资金的需求并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不高，这类企业的盈余可以增加股息或者进行股票回购。

在奈夫看来，净资产收益率是衡量经理人业绩最有效的单一指标

在奈夫看来，净资产收益率是衡量经理人业绩最有效的单一指标，因为这一指标反映了企业经理人用企业净资产创造利润的能力。

寻找高质量低市盈率股票的方法

最简单的入手办法是观察股价创下新低的股票，例如最近几个月来股价大幅下跌的股票。这类股票中的绝大多数都是前景暗淡不值得关注的股票，但其中总会有一两只股票值得你深入研究。关注前一个交易日里表现最差的 20 只股票有时候也会有收获。

重大调整

如果某公司对产品、管理人员、市场进行重大调整，很有可能导致股票面临很大的抛售压力。伴随公司战略转型的不确定性会让大多数投资者担心持股的前景，他们反应过度，使得股价的下跌幅度超过合理水平，这给善于分析和有耐心的投资者提供了很好的机会。不过，选择这类股票要有充足的理由和依据证明调整后的企业能够发展得更好。如果股票的市盈率很低，可以相信股价会上涨；如果同时还符合奈夫的其他投资标准，那就大胆买进，不必在乎其他人的意见。

艰难时期

由于投资者的不信任，有些好企业的股票价格遭到过度打压，奈夫会把这类企业作为投资对象。例如，20 世纪 80 年代后期，由于财产保险业和人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身意外保险行业的总体风险过高，很多保险公司经营出现困难，温莎基金公司按照奈夫的意见购买了开展财产保险和人身意外保险业务的保险公司的股票。但是保险业并没有遭遇世界末日，保险公司的准备金不仅足够理赔而且还有盈余。还有一个例子，1985年，家得宝(Home Depot)公司由于开办费和管理费用增加，当年的利润水平下跌，股票的市盈率下跌至只有10倍。九个月后家得宝公司股票反弹，温莎基金公司的投资获得了63%的回报。

夹缝中的小企业

夹缝中的小企业的规模和知名度都不足以吸引大多数分析师，常被市场忽略。“夹缝”是指这些企业不符合公认的行业划分标准，它们既从事商业活动也进行工业生产，因此很难确定属于哪一类企业。由于零售收入只占总营业收入的30%，因此会被零售业的分析师所忽视；同样，由于石油业务所占比例不大，因此也会被石油行业的分析师所忽视。凡此种种，导致夹缝中的小企业的价值得不到市场的充分认可。

转产的企业

和夹缝中的企业情况类似的是从经济效益不好的产业向战略前景更好的产业转型的企业。企业转产通常是渐进的过程，而不是因为企业并购导致的快速重组。转产企业的主营业务和利润来源都会随之逐渐调整，但是市场通常需要经过一段时间后才能发现这样的企业已经脱离了原有的效益不好的产业，这给价值投资者提供了机会。

发挥自己的专长

奈夫建议投资者发挥自身的优势，从自己的知识入手，立足于专长，利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用自己对某个企业、行业甚至产品的了解进行分析。如果你在某个行业工作或者曾经工作过，很可能非常了解哪些企业是行业内的领先企业，这样的企业发展迅速，管理团队和经营战略的优势很大，你可以继续留心关注这类企业。再说一次，看行业期刊能够提高你对本行业发展动态的洞察力。注意观察哪些产品是青少年关心的产品，哪些产品是零售企业必备的经营内容。自身的经历也对选股有用处，例如，你经常使用哪些公司的产品，理由是什么？最近哪个公司的服务最好？你常去的餐饮连锁企业饮食质量好吗？办公用品供应商的效率高吗？态度友好吗？产品的价格比你知道的同类产品的价格更有优势吗？

投资的禁忌

前面详细介绍了奈夫关于进行成功的价值投资的方法，奈夫还提出了投资的禁忌内容。

不要投资热门股票

奈夫不会选择利润快速增长的企业作为投资对象，因为这类企业通常已经得到股市的充分认可，投资者过高的预期和投资热情导致股价上涨到不合理的水平，20 世纪 90 年代末的互联网股票泡沫就反映了这种投资狂热。投资者头脑发热以及迷信股票分析工具(有些还是业余的工具)导致互联网企业股票几乎直线上涨到疯狂的程度。这些互联网企业的业务模式没有经过实践检验，也没有赢利。而且投资者没有正确认识市场进入壁垒、市场竞争以及替代产品的影响。

即使地位巩固的企业也可能是很糟糕的投资对象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使地位巩固的企业也可能是很糟糕的投资对象。可口可乐、微软、宝洁这类企业都是好企业，财务状况极好，竞争优势明显，管理团队卓越，而且他们的业务基础巩固，遍布全球。这样的企业很安全，即使再经营 20 年也几乎不成问题。但是，当每个人都发现这些企业的优点以后再去买这些企业的股票，并不会带来好的投资回报。企业的价格已经包含了投资者公认的良好前景，但是人们都知道这些企业股票的价格建立在完美预期基础上的，一旦有利空消息，股票价格就可能大跌。奈夫说，不能只想着上涨，因为即使最好的股票也迟早会有下跌那一天。即使最好的股票也有价格上涨的极限。因为苹果公司股票市盈率有可能涨到 70 倍，所以即使其目前市盈率为 50 倍也还要买，那你的胜率会很小。作为价值投资者，要选择胜率更高的股票。

股市行情不是水晶球

奈夫建议投资者认真分析企业方方面面的信息和数据，认真研究以往的业绩，但建议永远都不要预测股市未来几个月的行情。他认为最好的方法是“事后观察而不是预测未来六个月或八个月的行情高点。根据技术分析预测出来的高点或低点买卖股票往往会遭受损失，因为技术分析假定股票过去的走势能预示其未来的走势”[①]。

牛市不要追涨

只要时间足够长，市场就会经历起起落落。有时候很多投资者会精心选择高质量的股票，认真规避风险，但有时候他们的自信心随着行情上涨不断膨胀，完全失去判断力。如果股市不断给人们惊喜，缺乏经验的投资者就会头脑发热开始追捧热门股。这些投资者的理智完全被赚钱的冲动所替

---

① 同前注，p. 44。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代，不再用理性的投资方法分析股票的基本面，而是根据无关紧要的细节和表面信息决定股票买卖，不再认真分析和冷静反思自己的判断。有时候投资者面对好得不真实的东西仍然有着极强的自信。

不要忘记历史教训

奈夫认为成功的投资者要了解股市的历史，只有了解股市历史才能对股市做出深刻、理性的判断。奈夫认为股市上大多数投资者都很健忘，只记得刚刚发生的事。股市历史上有过多次沉痛的教训，例如 20 世纪 60 年代的快速赚钱股(go-go stocks)、70 年代的"绩优 50 股"(Nifty Fifty)、80 年代的石油股、90 年代的网络股。如果再往前看，还有 20 年代"新时代股"(广播公司股票)。

每个时代都认为自己的时代改变了经济规则，认为有些好的企业具有无限增长的能力，投资者深信"这次和以前不一样"，毫不犹豫地追随新的热门股。

> 温莎基金的成功并没有秘诀，只不过我们相信历史教训，相信历史会反复重演，这是温莎基金的优势之一。①

奈夫以两个猎人为例子很好地说明了这一点。两个猎人租了一架飞机前往加拿大驯鹿聚集地打猎。飞行员答应两天后再开飞机接他们回去。飞行员告诫他们，每个人只能带回一头驯鹿，否则飞机负重过多不能保证飞行安全。飞行员回来接猎人的时候发现每人都打了两头驯鹿。飞行员说他提醒过每人只能带回一头驯鹿。一位猎人开始发牢骚："去年你也这么说，后来我们多出 1,000 美元，你还是想办法让我们带回四头驯鹿。"飞行员只好

① 同前注，p. 127。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答应。飞机起飞一小时后没油了，发动机熄火，飞行员不得不找地方迫降，三个人勉强从飞机里爬出来，好在没有受伤。“你知道我们现在在哪吗？”其中一位猎人问道。另一位猎人回答：“不知道，好像去年我们就在这迫降的。”

不要在不擅长的领域投资

奈夫还有一个理念是只在非常了解的行业投资。例如，他不买科技股的原因主要有三个：(1)科技股风险太高；(2)科技股不符合市盈率检验标准；(3)他承认在科技股领域和其他投资者相比他并没有明显优势。奈夫认为分析能力和对企业的深入了解都非常重要。

不要过度多元化

适度的多元化是必要的，有助于降低风险，取得好业绩，但过度多元化可能适得其反。奈夫说：“为了追求安全，可以让投资组合里没有任何热点，但这种多元化可能让你的业绩平淡无奇。”[①]在温莎基金的投资组合中奈夫并不考虑股票的市场权重，[②]只会选择有证据表明价值被低估的股票。有些行业根本不会成为温莎基金的投资对象，而有些行业的股票却占了很大比重。他认为，如果某个股票成为市场热点而且卖出这些股票可以赚到很多，再持有这样的股票就是不明智的。标准普尔指数的500种股票中绝大多数都没有进入温莎基金的投资组合，因为这些股票中符合他的选股标准的只有五六只。温莎基金市值达到110亿美元时基金持有的10只股票占基金市值的40%（温莎基金通常持股数不超过60种）。温莎公司对好企业的持股比例一般在8%～9%。

---

① 同前注，p. 49。

② 市场权重是指某行业股票在股市整体中的比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制不必要的费用

奈夫领导下的温莎基金管理费非常低，每年只有0.35%。他控制管理成本的主要方法是控制股票换手率，节省交易手续费和税费；另外他既不购买昂贵复杂的设备也不聘用高成本的工作人员，因为他认为没有这些照样可以工作。他的逻辑是越简单越好。

不要盲目抵制主流意见

前文说过奈夫在分析企业和选股方面只相信自己的判断，抵制主流意见是他成为伟大的投资家的重要原因。然而，奈夫既不自我也不顽固，并且善于听取他人的意见。他认为股市不可能总是错的，因此决策前会用他自己那一套经过实践检验的方法进行分析。他的逆向投资不是靠拍脑袋，靠的是复杂的分析方法。他告诫投资者不要陶醉于标新立异，他说：

> 顽固和逆向投资之间的界限很模糊。机会来了我会坚持己见，但如果多数人判断正确我也会让步。正确判断基本面迟早会让你得到回报……顽固、非理性的逆向投资者只能招来灾祸。聪明的逆向投资者视野开阔，能够从历史中汲取经验教训，能够轻松面对股市。在股市投资中任何方法都可能走极端，逆向投资方法也不例外。①

卖出股票的时机

选择卖出股票的时机是投资中最难的决策。遗憾的是，人们太容易对

---

① 同前注，pp. 100--101。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手里的股票难以割舍。不要忘了你持有的股票代表了一个企业，如果企业的业绩不好，股票近期就不会再涨了，该割舍就要割舍。

投资组合里的每一只股票都要有明确、可识别的增长潜力

温莎基金持有的所有股票都是为了有朝一日卖出去，但奈夫也不会反对有些股票持有三五年。有时候一些股票的业绩达不到预期，持有不到一个月就卖掉了。因此，买进股票后，如果企业基本面发生变化(如公司战略定位或者管理人员调整)或者当初的分析有误，股票也会被卖出。投资组合里的每一只股票都要有明确、可识别的增长潜力。

投资者决定是否卖出股票是必须扫清两个障碍。

1. 如果股票没有达到你的预期，就要承认错误，果断割舍，一定要收起你的虚荣心，尽快从错误中抽身。投资者要有很强的自我批评精神并且能够经常分析所投资的企业。如果持股的理由仅仅是你以前的付出或者个人的偏爱，那么你必须把这些情感放在一边，只关注企业利润增长潜力。
2. 更难的是判断已经赚钱的股票卖出的时机。卖出股票的诀窍是在股票价格涨到合理水平时卖出，不要等到行情下跌后悔不当初。奈夫强调说很多投资者因为担心错过“最好的行情”而优柔寡断，结果真的错过了卖出的最佳时机。很多人错过卖出股票时机的原因是想等股票继续涨下去。为了避免做出这样悔不当初的事，奈夫认为股票突然下跌的损失太大，他本人也不敢等到价格高点再卖出股票，而是在股价保持上升势头时就卖掉，把继续上涨的空间留给买家。重要的是要记住卖出现有股票获利可以用来购买价值被低估的其他股票，重新开始新一轮投资。“太多人因为留恋成功的快感而错过了卖掉股票的最佳时机，逆向投资的人尤其容易这样，觉得卖掉这些股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就没有炫耀的资本了。”①

奈夫投资方法的难点

奈夫的投资方法不仅需要大量的幕后工作还需要进行深刻的自我检验，更需要具备深厚的经济学、金融、会计、公司战略方面的知识。在研究企业、调查企业利润增长潜力时，所做的分析必须是高质量的，只付出一点点努力，进行简单的了解是不够的，必须进行深入分析，否则难以跑赢大市。因此，使用奈夫的投资方法不仅要投入金钱，还要投入时间和精力。

使用奈夫的投资方法时，在看到成果之前需要拿出大量的勇气和毅力，这对投资者的心理承受能力提出了很高的要求。此外，投资者要充分了解股市历史才能形成合理的判断能力，但培养这些技能可能需要很多年，而且遗憾的并不是每个人都能培养出这些能力。奈夫建议没有时间投资的人可以把资金投向投资基金(例如共同基金)，不要三心二意地使用复杂的低市盈率投资方法。

奈夫投资方法的一个主要难点是绝大多数企业都无法达到市盈率低于市场平均水平 40%～60%、股息率较高、总收益对市盈率比率合理等一系列标准，特别是大多数高成长企业都不符合他的选股标准。由于很难区分哪些是真正有价值的成长股，哪些是市场炒作起来的股票，奈夫投资方法认为成长股的风险都太高。

另一个问题是要经常面对长期业绩不好的情况。例如，温莎基金在 20 世纪 70 年代初由于投资者追捧“绩优 50 股”冷落了有价值的股票而陷入长期的困境，要做好长期面对这种境况的准备，至少要有等待五年的耐心。如

---

① 同前注，p. 115。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你决心进行这种投资而且有能力承受压力，那么这种方式会给你带来回报。进行这样的投资要有面对困难的准备，不需要太多脑力劳动，但充分了解信息，进行独立、理性的思考还是必要的。

结论

只要投资者肯花时间，并且具备必要的性格特点，奈夫的方法就能够适合大多数投资者。这种方法不要求天才或非凡的洞察力，但要求想象力、刻苦努力、从自己和别人身上汲取教训的能力。

1995 年奈夫退休后，想起了母亲曾经说他甚至能和路边指示牌争论一番，他顺着母亲的思路说，他在全部职业生涯里都在和股市争论，幸运的是他赢的次数比输的次数多。

奈夫投资方法的要点：

- 寻找受到市场冷落、忽视、误解的低市盈率股票，同时有较高的股息率和适度的利润增长速度。发挥自身优势，例如利用工作、购物、就餐的机会分析企业。
- 总收益对市盈率比率应该相当于市场整体水平的 2 倍。
- 分析企业的战略定位、管理水平、财务的合理性——可以试试聊天法。
- 培养有毅力、能承受、有耐心、善于进行理性反思等个性特点。
- 了解股市历史有助于从长期判断股市情绪和股票价值。
- 投资组合不要频繁换手，不要过度多元化，不要为追赶行情进行短期投资，不要投资你不熟悉的快速发展的行业。
- 在牛市面前要沉得住气，在大多数投资者意见和你相反时也要沉得住气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 企业基本面开始恶化时可以卖出股票，股票价格充分反映股票价值时也要卖出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 八 章

安东尼·波顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数人都认为安东尼·波顿(Anthony Bolton)是英国同时代最伟大的投资者,彼得·林奇称安东尼·波顿是世界上最优秀的投资者之一。波顿坚持逆向价值投资的理念,寻找不被市场重视但有成长潜力的股票,他的投资对象以中小企业股票为主,他经常在企业遇到问题(可以解决的问题)或正处于变革期时进行投资,他选择的是中长期投资者对股票的态度有可能改善的股票。

波顿管理下的基金公司的风险水平比较高。他会提醒投资者,他管理的基金公司业绩波动幅度可能大于其他基金公司。在经济衰退时期波顿所投资的中型企业的波动幅度比大企业更明显,因此尽管波顿的投资方法中长期业绩非常好,但有时候运用这种方法会感到很大的压力。

波顿的业绩很突出,从 1980 年到 2007 年的 28 年时间里,他管理的富达特殊状态投资基金(Fidelity Special Situations)的平均投资收益率达到了 19.5%,年平均业绩比金融时报指数高 6%,基金公司成立时的 10 万英镑到 2007 年年底时已增值到 148.02 万英镑。

人们对安东尼·波顿的人品几乎没有任何不好的评价。别人给他的评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价是信守承诺、谦让、友善、勇于负责、善于倾听。他做事低调、高效、冷静、极有条理，很多人认为他学识渊博、思维敏捷，是教授中的典范。林奇说波顿最大的优点是“冷静”，用英国的流行语说是镇定自若，情绪内敛。林奇认为波顿是非常不容易情绪化的人，在投资领域这是优点，因为情绪化的基金经理业绩都不太好。

我们可以跟波顿学到以下内容：

- 怎样用逆向投资方法从非热门股票中选择有价值的股票；
- 判断好企业的标准；
- 评价股票的方法；
- 投资标准的概念；
- 怎样管理投资组合；
- 好的投资者应该具备的品格。

我们先简要介绍波顿早年的成长经历，然后介绍他评价企业的指标体系，再后介绍他分析企业的方法以及作为他投资理论基石的投资标准的概念。本章还会介绍管理投资组合的技巧以及卖出股票的方法，最后讨论好的投资者应该具备的品格以及一些投资禁忌。

一位英国投资者的成长

波顿进入投资界完全出于偶然。他出身于典型的英国中产阶级家庭，父亲是资深律师，1971 年他以优异的成绩获得了剑桥大学的工程学位。刚毕业时他还没有想好干什么，一位朋友推荐他到伦敦金融城(The City)工作，另一个朋友则把他介绍到证券经纪企业凯瑟·乌曼(Keyser Ullmann)公司担任见习投资经理。当时投资管理还是全新的职业，刚刚开始为人们所认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯瑟·乌曼公司管理资金的方式很特殊，这对波顿后来的投资理念产生了深远影响。首先，公司只投资于小企业。其次，公司要求分析师和投资经理实地考察企业，这在喜欢纸上谈兵的投资行业是很难得的。再次，波顿的一位技术指导是公司董事，他只把技术分析（图表分析）作为基本面分析的辅助手段。波顿不想一直做初级职员，想尽快干到投资经理的位置，于是1976年跳槽到施莱辛格（Schlesingers）基金管理公司。

富达基金公司

波顿在施莱辛格公司并没有工作多久，1979年12月富达基金聘请他担任富达基金在伦敦的首家基金公司的经理。富达基金公司是家族企业，以深刻的基本面分析和稳定的投资业绩在业内享有盛名。富达基金已经成长为美国最大的独立投资基金公司，但海外业务却刚刚起步。20世纪70年代初富达基金英国公司的规模还很小，只有12名员工，但此后英国公司的规模不断扩张，如今员工已达3,000人。

29岁的波顿到富达基金工作后立刻被任命为富达特殊状态基金公司的负责人，同时期成立的还有其他三个基金公司。起初富达特殊状态基金公司的业务开展得颇为不顺，有时候只能募集到二三百万英镑的投资。（20世纪80年代后期该公司业绩名列前茅以后募集资金就容易多了。）

用大胆的逆向投资寻找资本增值的机会

波顿所说的特殊状态是指“企业净资产、股息或未来每股收益的估值很吸引人，外加短期的利好因素……特殊状态一般包含以下几方面内容：成长型小企业，业绩好转的股票，特殊的资产状态，企业发新股，工程招投标、能源、资源行业的企业，企业重组或调整业务范围，企业从事新技术开发”（摘自波顿主笔的《富达特殊状态基金公司报告》）。后来波顿用简单的一句话

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概括了这个概念，即“用大胆的逆向投资寻找资本增值的机会”。

波顿重视自下而上地分析企业，强调研究企业的具体情况，而不是强调从宏观经济层面分析企业。他认为，既然要追求很高的投资收益就不能排斥潜在收益很大的股票，也不能对选股对象设置很高的标准，因此他涉猎的股票对象远远超出了可能存在特殊状态的企业。

富达基金公司的管理方法中最受人欢迎的一点是基金经理可以专注于基金管理，有关营销、行政管理等其他工作基本不用过问。波顿对富达基金公司的忠诚度极高，他做事得体，很受人尊重，因此得到了公司领导层的重用。多年来，很多公司都想挖他过去工作，但他都不为所动。下面这段话或多或少能够反映他对同事的态度和他的价值观：

> 记得在20世纪80年代，当时全球最成功的一家对冲基金公司的人找到我……我和这家公司国际投资部的负责人进行了面谈。坦率地说，这次谈话让他有些不高兴。谈话结束时他说了类似这样的话：我不能理解为什么英国人不把赚钱作为最重要的人生目标，他们竟然在忙别的事。①

还有一个例子也能反映波顿正直的性格。波顿从开始管理基金公司时起就不再以个人名义买卖股票，而把自己全部的资金都投向他所管理的基金公司，他认为这么做很正常，应该作为所有基金经理的基本要求。为什么只有很少的基金公司经理会把自己的钱投向自己所管理的基金公司呢？这很让人费解。

---

① Written by Anthony Bolton in Davis.，J.（2004）*Investing with Anthony Bolton*，Harriman House，p.52.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么选择非热门股票?

波顿认为业绩好转的股票以及其他不被市场关注的股票能带来非常好的收益,因为这属于反主流行情的逆向投资。股市喜欢走极端,因此作为投资者,你的任务就是利用这种极端赚钱。花时间研究受冷落的股票,其实这就是逆向投资。大多数人都喜欢从众,因此逆向投资会让你感到很大压力。如果媒体、券商以及别人都在说 GSK 公司是个好公司,那么人们就会相信 GSK 的确是好公司。

当很多经纪人打电话向波顿推荐某只股票的时候,他知道这就是股市出现羊群效应的信号。判断力和逆向投资的原则告诉他这不是好动向,因为如果股市整体对某只股票非常乐观,那么这只股票的价格很可能已经涨得足够高甚至过高了。相反,有时候股市只关注公司的短期问题而忽视了长期发展,从而做出过于悲观的判断。

他理想的投资对象是遇到困难却有理由相信问题能够妥善解决的企业,也就是企业要具备不久以后再次吸引投资者目光的东西。

20 世纪 80 年代中期,波顿受到重用,奉命管理富达欧洲(Fidelity European)基金公司,在做特殊状态投资的同时还做普通股投资。他负责管理的客户资金一度达到 100 亿英镑。在 80 年代,他喜欢投资欧洲股票,因为那时的欧洲股市对各种消息的反应没有那么复杂,发现投资金矿的机会更多一些。

2007 年年底,57 岁的波顿从基金全职管理岗位(临时)退休了,管理巨额投资基金让他不堪重负,而且他也想把更多的时间用在感兴趣的其他方面。不过,他答应继续指导富达基金公司的分析师和年轻的投资经理。他在《金融时报》上发表了一些文章,并且把更多的时间用来从事他所热爱的古典音乐创作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波顿所分析的主要指标

图 8－1 列出了波顿分析股票时所采用的主要指标，下面详细说明。

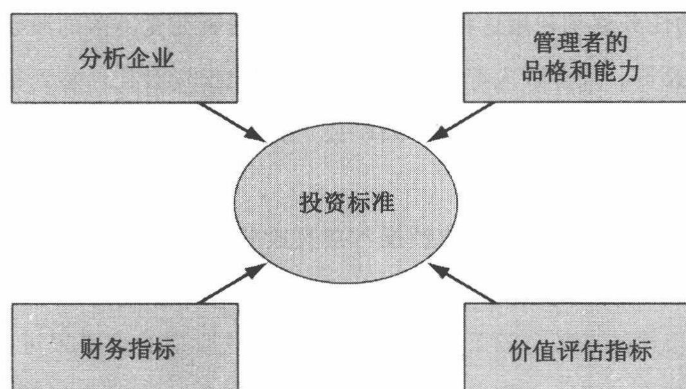


图 8－1 波顿分析股票时所采用的主要指标

分析企业

波顿和沃伦·巴菲特、本杰明·格雷厄姆有一个共同点，就是把股票看成企业的一部分。分析企业成功的因素很重要，重要的方法之一是在分析股票时假设自己准备收购一个完整的企业，你应该考虑这些问题：企业有哪些优点？企业有明显的可持续的竞争优势吗？企业能否应对经济、社会的变革？

波顿坚定地认为企业生来就是不平等的，只有少许企业具备特许经营资源，能够保证长期的发展。拥有特许经营资源的企业对价格有较强的控制能力。特许经营资源主要来自企业的竞争优势，特别是来自进入壁垒很高的领域。特许经营资源的多少和持久能力取决于产业结构（例如行业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争状况)和企业超越竞争对手依靠资产长期获得额外利润的能力。波顿喜欢引用巴菲特“护城河”的说法：特许经营资源就是给竞争对手设置的障碍，就像城堡的护城河。

判断企业特许资源多少的简单办法是了解企业是否能够持续经营十年，届时企业的资源(也就是企业本身)是不是更有价值？他说，能达到这个标准的企业少得惊人。很多企业的业务模式仅仅适合当前的经济、政治、社会条件，我们无从知道环境变了以后这些企业能否生存下去。例如，有些企业在汇率和利率比较有利的环境下经营得很好，可一旦形势发生变化，业务基础就开始动摇，因为企业遇到了他们不可控的因素干扰。最好的股票是能够利用市场控制力掌控自身命运并且对宏观经济不是很敏感的企业的股票。

最好的股票是能够掌控自身命运的企业的股票

分析企业长期特许经营资源的难度很大，建议不要选择业务复杂每天都要面临新情况的企业。如果一个企业的经营模式难以理解，那么波顿不会在这样的企业上浪费时间，毕竟容易理解的企业有很多。

下面介绍评价股票的另一个重要指标——管理者的品格和能力。尽管管理者的品格和能力非常重要，尽管管理者的品格和能力有问题可能让你遭受重大损失，但波顿仍然强调特许经营资源是首要的选股标准。在这一点上波顿和巴菲特的意见一样：宁可选择平庸的管理者经营的好企业，也不选择好的管理者经营的平庸企业。

管理者的品格和能力

如果你对企业管理者的人品和能力持有任何疑虑，就不要选择这个企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业。企业管理者必须是非常开明、正直的人，必须诚实守信。每个企业都不可能只有好消息或只有坏消息，波顿要求企业管理者必须客观地反映企业实情，好消息和坏消息都要说。企业管理者必须信守承诺，必须是说话有分寸的人，要严格提防言过其实的人。

江山易改，本性难移，如果这些人有以上性格缺陷，那就要非常小心。只要管理者不够诚实，道德败坏，那么任何公司治理手段（例如独立董事）和财务管理手段都不能如实反映问题，因为管理者欺骗投资者的花样层出不穷，谎言和骗局有可能维持很多年。波顿发现不诚实的管理者中性格外向的人居多，他认为这些人想通过花言巧语掩盖真相。可以做个试验：一个人敢于承认自己的错误吗？不承认自己犯错的人是很危险的。

好的管理团队应该深入了解企业战略、运营以及财务管理。这样的人事业心强，不仅给自己提出了很高的经营目标，也对团队里的其他人同样有高要求，而且他们很勤奋。

要把股权和管理目标、激励制度结合起来使用，做法之一就是经营者持有企业一定的股份。如果管理者在企业没有多少切身利益，那么他们就会主要关注名声、身份、待遇，而不是关注股东收益。

与管理者见面

波顿非常热衷于与所投资的企业或潜在的投资企业的管理者见面。通常他每天安排三四次会见，对方主要是企业的首席执行官或财务总监，有时候也会见公司投资关系负责人。对于富达基金占有重要份额的企业，他每季度见一次企业高管，时间一般是一到一个半小时。长期的定期会见让他能够判断经理人的能力，因为他有机会用未来的事实检验这些人的话，并通过这些手段形成判断一个人素质的第六感。波顿喜欢由他决定会见内容，通常以经营战略、近期业绩、新的进展内容为主。观察企业管理者回答问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的肢体语言也是波顿分析方法的一部分，因此定期见面是非常必要的。

会见时需要准备的重要资料

和企业人员见面时他主要询问企业特许经营资源方面的优势和劣势，在会见前他会准备下列内容：

- 企业近 3 年、5 年或 10 年的股票走势图，了解企业股票的历史业绩。
- 若干评价指标，例如：市盈率、市值对账面价值比率、市值对企业价值(EV)* 比率、市值对销售额比率。他分析 20 年的指标，即使数据不足 20 年，至少也会分析一个经济周期的数据。他认为 10 年的数据太短，不足以反映企业各种经营状态，因此结果有误导性。他想知道当前的评价指标和历史指标相比是高还是低。
- 企业的董事近几年的持股情况。他认为这方面的记录是判断企业业绩好坏的预警信号。他特别重视首席执行官和财务总监的持股情况，对分管其他领域的董事的持股情况关注得少一些。
- 前 20 名股东名单。他要了解持股的分散程度和集中程度，以及是否有少数投资者控制企业。(他还会注意看持股的机构投资代表人中有没有他所尊敬的人，如果有，他认为这是积极的信号。)
- 内部人的持股比例。他希望看到管理层的利益和企业的股份之间有一定联系。
- 财务状况报告——见后面的内容。
- 近期看跌企业股票的净人数(看涨的人数与看跌的人数之差)及发展情况，以此判断有多少人看淡公司前景。
- 企业债务违约(如果有的话)的影响范围，反映市场对企业无力偿付

---

* 企业价值(Enterprise Value)等于企业股票市值与企业净负债之和，其中企业净负债等于短期负债加长期负债减去现金及有价证券的金额。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券本金的可能性的判断。

- 经纪人及分析师对企业赢利能力评级的变动情况，以此快速判断市场对企业前景的预期。
- 最新的企业业绩记录，包括正式出版物、上市公司报告。
- 经纪人近期对企业股票的评价意见——正面和负面评价都要看。
- 以往的会见记录笔记，他认为这是最重要的信息。波顿习惯用 A4 大小的笔记本记录每一次会见的内容，从 1987 年开始记录以来，共用 50 个笔记本记录了与英国 5,000 多家企业人士会见的情况（记录和欧洲企业谈话用了 37 个笔记本）。这些记录在日后评估企业、再次会见企业管理人员时都是有价值的资料。

有了这些资料，波顿就可以了解企业每个部门的产量、定价、毛利、成本、营业利润、资本性支出、债务水平等指标。

在初次会见中他会彻底了解企业的经营模式和影响企业成功的因素。他向经理人了解企业的战略定位、管理人员素质、激励制度、近期的发展趋势，他不仅要知道企业哪方面做得好，还要知道哪方面做得不够好。企业高级管理者对不同部门的前景以及对企业整体的前景是怎么看的？波顿提出所有这些问题和想法的根本目的都是为了比竞争对手更加全面、准确地了解企业。

不间断的联系

波顿和所投资的企业之间保持着不间断的联系，他希望企业能在做出并购、解散等重大决策前征求他的意见，还希望在调整董事会、激励制度、薪酬制度时考虑他的意见。作为一位负责任的股东，他会参与表决企业的重大决策。企业董事经常征求他的意见，他也愿意向他们反馈意见。有一次，董事会提议把迈克尔·格林(Michael Green)领导的卡尔顿(Carlton)电视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台和查尔斯·艾伦(Charles Allen)领导的格兰纳达(Granada)电视台合并成立 ITV 电视台(英国一家独立的电视台),波顿认为这样的方案不合适,因为这两家公司的领导者都是强势人物,一山不容二虎,新公司成立后两人只能保留一个。

波顿被媒体称为"英国金融城的冷面杀手"

波顿被媒体称为"英国金融城的冷面杀手",因为他最后选择了让大名鼎鼎的制作人迈克尔·格林离开公司。

波顿还参与调整了一家经营不好的公司的经营模式。他通常会联合其他主要股东一起做这样的事。波顿认为他有义务纠正企业的错误,而不该卖掉股票一走了之。他通常投资中小企业,加上自身资本金雄厚,因此富达基金经常是最大的两三个股东之一,如果一下子卖掉股票,不仅难度很大,还容易打压股价,因此调整公司、改善业绩是更明智的做法。

案例分析:会见的力量——诺基亚公司

波顿 1987 年前往芬兰参观了一家从事造纸、电视机、轮胎等多种业务的大企业集团,该集团的莫比拉(Mobira)分公司的规模每年增长 50%,但没有利润。实际上,此后的几年里该集团公司的经营遇到了严重的困难并陷入亏损,很多高管离职。1992 年,公司的财务总监约玛·奥利拉(Jorma Ollila)被任命为首席执行官。1993 年奥利拉到英国和波顿见面,他说公司除了赚钱的莫比拉分公司(莫比拉后来改名诺基亚)以外,其他分公司看来都要卖掉了。当时莫比拉移动电话业务在美国市场的营业额开始迅速增长,奥利拉对这个分公司很有信心。当时集团公司的各分公司并不体现利润,因此莫比拉分公司的巨额利润被其他分公司的亏损额所掩盖。因此,在集团公司把其他业务剥离出去以前,莫比拉公司的赢利潜力很可能被大多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数分析师忽视。波顿和企业经营者见面的习惯给他带来了信息方面的优势。

财务分析

波顿刚到伦敦金融城工作时基本不懂会计，公司也没有提供正式的会计培训机会，因此他靠自学学会了财务分析。他主要分析的内容有：

负债情况

波顿曾说，在资产负债表方面所犯的错误是他投资失败的最主要原因。波顿通过早期职业生涯得到的沉痛教训是，当经济形势不好时资产负债情况不好的企业（负债水平高）往往拖累总体投资业绩。尽管这样的企业不会破产，但银行会强令企业剥离某些业务以降低负债率。不幸的是，有眼光的买家通常会知道企业迫于压力处理资产，因此资产的最终成交价格会低于企业和投资者所能接受的价格。

投资者不仅要寻找好股票，还要防范风险，因此他们会明哲保身，远离这种有麻烦的企业。分析师要分析账面债务，要考虑拖欠的养老金以及可转换优先股的价值（其实很少能转换），还要考虑债务到期的情况：哪些债务今年到期，哪些明年到期，等等。债务有可能成为股东的沉重负担，因此一定要认真审查企业的债务情况。

有些企业把现金流最多的年终作为还债期限，因此分析师不仅要分析年终债务，还要从全年的角度看企业债务。企业所支付的利息可能提供一些有价值的信息，如果全年利息支出明显高于年终债务的利息，很可能企业的全年债务水平也比年终报告所反映的债务高很多。

1990—1991 年，波顿的投资业绩不佳，主要原因是所投资的企业在经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济衰退时期波动幅度过大。他想方设法搜集各种信息，想找到降低现有投资风险的办法。后来他开始使用包括“阿特曼 Z 计分法”(Altman Z-scores)在内的各种信用分析工具判断资产负债情况不佳并且业绩不稳定的企业。

波顿并不是完全排斥资产负债情况不好的企业，他只不过是非常谨慎，特别关注企业的资产负债情况。他对这类企业持股的比例不高，如果企业或者经济形势出现不好的苗头他会及时卖出股票。

现金流

企业能在中期产生现金流吗？波顿偏爱能够产生现金流而不是消耗现金流的企业，因此他的投资组合里服务行业的企业比较多，制造业企业比较少。仅需要少量额外投资即能保持增长的企业对他有特殊的吸引力，因为用价值指标评价企业都是以现金为基础的。他对能产生大量现金流的企业的偏爱程度远远超过销售额和利润快速增长但现金流不够充足的企业。

财务分析意见

他说关于企业的重要信息会体现在财务报表附注中，分析师必须重视这类信息。有些企业把一些关键的负面信息放在财务报表附注不显眼的位置上，企图瞒天过海。

企业的公开信息

注意企业第一手的公开披露信息。企业的董事及咨询人员公开发布信息前会字斟句酌，了解第一手资料要比了解经纪人的意见更有效。企业的公开披露信息一般公布在财经类网站上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估方法

波顿认为只使用一种评估方法风险太大，因此他使用多种方法，并且不会特别偏爱某一种方法。他在使用下面的评估方法时既重视绝对数值也重视相对数值，关注绝对数值能够防止在市场发生极端状况时陷入被动。

波顿使用的评估方法有：

- 市盈率。一般用当前价格和本年度以及未来两年的预计利润计算市盈率。他偏向于选择未来两年市盈率低于10倍的企业。
- 现金形式的股息率明显高于现行利息率。
- 企业价值(EV)对毛现金流量比率，即EV/EBITDA[①]，企业价值应扣除不必要的利息和应缴纳的养老金。企业准备收购时经常使用这个指标，因此如果你和波顿一样准备参与收购企业的竞标，这个指标能派上用场。
- 预计每股净现金流。
- 股票市值对销售额的比率和企业价值对销售额的比率(对亏损企业和低利润率企业特别适用)。
- 投资现金收益(CFROI)。该指标通过计算企业的内部投资收益率得出。波顿认为如果投资现金收益率高于市场零风险利率，投资这样的企业可以实现增值。

波顿喜欢(在条件允许的情况下)分析企业20年来的指标，了解企业评价指标的发展变化情况，以判断该企业或该行业评价指标的正常波动范围。参考历史数据判断指标的方法非常实用，可以发现当期指标的异常。如果投资目标的评价指标明显优于历史数据，那么成功的概率会大大增加，反

① 毛现金流量即未扣除利息、应纳税款、折旧、待摊费用的利润，英文缩写为EBITDA。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之，赔钱的风险的也会增加。他还把所分析的指标与本国、本地区或全球同类企业的指标进行比较。

在某些场合他还会使用企业的分拆价值(break-up value)进行分析。随着股市行情不断上涨，经纪人在计算分拆价值时越来越谨慎，因此你也要谨慎使用这个指标。

重要的是在分析每个行业时采用正确的方法

重要的是在分析每个行业时采用正确的方法。例如，分析建筑企业时可以使用调整后的账面资产，但市盈率指标就不合适了，因为地价等因素对企业利润影响很大。

波顿不推荐的评价方法

波顿不喜欢使用市盈率与预期增长速度比率(即市盈率除以预期的增长速度，简称 PEG 比率)，因为通过下面一组数据就能证明这个方法有问题：

甲公司：市盈率＝5，年增长速度＝5%

乙公司：市盈率＝10，年增长速度＝10%

丙公司：市盈率＝20，年增长速度＝20%

尽管三个公司的 PEG 比率相同，但波顿认为能够以较低的价格获得甲公司的预期利润，因此甲公司的吸引力更大，乙公司和丙公司未来的价值中包含了很多预测的内容，不确定因素较多。

股息能够在一定程度上减少股价下跌的可能性，但在评价企业价值方面用处并不大，因为股息只不过是基本面分析的一部分。

波顿偶尔也会用贴现现金流量模型计算企业价值，但该方法需要至少预测企业未来连续十年的股息或现金流情况，然后根据估计的贴现率计算贴现价值，此外还要估计股票的未来价值。他说，即使预测企业未来两三年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股息的难度都很大，更不用说预测未来四五年。在使用贴现现金流量模型时，只要对假设条件做微小调整，计算结果也会发生很大的变化。尽管波顿同时使用几种分析方法，但都是在充分了解各种方法缺点的前提下使用的。

投资标准

波顿认为投资者选择股票应该有个标准，也就是能用青少年都能听懂的语言概括你持股或选股的理由。

投资者应该定期用投资标准检验手里的股票，要分析有哪些因素可能导致股票“变坏”，有哪些原因能让该股票陷入熊市行情，是否有充分的理由认为其他投资者迟早会看好这只股票。波顿是为数不多的主动寻找反面证据的人——人们的天性是寻找正面的证据支持自己的看法，因此寻找反面证据和相反意见的人需要很强的自制能力。例如，他喜欢看经纪人股评中相反的意见，然后和同事展开讨论，直到断定经纪人的意见对错才罢休。对持有的股份有信心是很重要的，但信心不等于在出现负面信息时仍然执迷不悟——要乐于接受不同意见。

即使你掌握了很多信息，认真分析了其他人的看法，也不能有太多自信，毕竟世事难料，不确定性是企业经营的一部分，你的判断不会永远正确，很多时候你会发现没有什么是一成不变的。当然，如果你有足够的信息，坚持自己的意见也很重要。

波顿青睐的股票

业绩好转股

有些企业曾经在较长时间内业绩不好，但有足够理由相信这类企业能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够改善业绩。投资者通常喜欢关注业绩好的企业，因此很少有人关注业绩不好的企业，而一旦企业的业绩好转，这些投资者就会错过低价买进股票的机会。

业绩好转的原因可能是引入新的管理团队、企业业务重组或债务重组。波顿擅长购买刚刚脱离破产阴影的企业，因为这类企业一般会被绝大多数机构投资者彻底忽视。

业绩好转的企业可以为两类：有很明显特许经营资源和没有特许经营经营资源的企业。投资者应该只选择有特许经营资源的企业，不要选择另一种，因为没有特许经营资源的企业永远不可能复苏。购买业绩好转的股票容易下手太早，因此波顿通常会试探性地买入一些，等他能够判断企业最糟糕的时候已经过去时，再增加持股。

隐含的增长

隐含的增长通常发生在大多数投资者不熟悉的领域，例如一些模糊的行业，或者发生在企业内部，表现好的业务部门的业绩被表现不好的其他部门掩盖了（例如诺基亚的例子）。

估值异常的股票

一种情况是某企业的股票在行业内的价格最低，而企业本身的业绩并不是最差；另一种情况是换手率很低的价值被低估的股票，因为流动性强的股票价值通常会被高估，流动性差的会被低估。波顿和林奇都认为从事乏味的业务、令人费解的业务、令人沮丧的业务或令人反感的业务的企业通常都不受投资者重视，机构投资者更不愿持股。

我总是从其他投资者不是很感兴趣的股票开始分析，这些股票一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旦出现利好的变化就会吸引很多人购买，因此我竭尽所能寻找有可能出现利好变化的股票。①

资本运作的潜力

如果某个企业的股份成为其他企业的收购目标，那么股价有可能在几小时内上涨 50%～100%。波顿一直在努力寻找有可能成为收购目标的企业。偏重投资中小企业的战略为他提供了方便，因为中小企业比大企业更容易成为收购目标。波顿关注的是通过并购活动提高市场集中度有利于改善经营环境的行业。

只有一两个较大股东（并非控股股东）的企业容易成为被收购的对象，只有少数机构投资者控股的企业同样容易成为被收购的对象，因为收购方比较容易和这类企业的关键人物达成收购协议。另外，现金资产多却没有控股股东的企业也很容易被收购。

不要听说某个企业即将成为收购目标就轻易做决定，因为如果没有可靠的内部消息，很难判断哪些企业会成为并购目标，仓促行动只会增加交易手续费和风险。

资产处置

波顿喜欢以较大折扣处置资产的企业，20 世纪 80 年代摩西港务公司（Mersey Docks and Harbour Board）就是一个例子。当时由于工会的强大压力以及冗员过多，公司的赢利能力受到了严重影响，公司股票是公认的垃圾股。波顿却注意到该公司坐拥优质资产，还有绵延数英里的靠近市中心的滨海土地。后来首相撒切尔夫人解决了摩西港务公司的冗员问题，并削弱了工会的力量，该公司的股票价格上涨了 10 倍。

---

① 同前，p. 56。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波顿不会把成长股作为投资目标

波顿不会把成长股作为投资目标，他喜欢引用 GMO 公司董事会主席杰里米·格兰森(Jeremy Grantham)的说法：

> 成长型企业的业绩不仅让人印象深刻而且令人兴奋异常，因此持有这类企业的股份似乎天经地义，而且(职业基金经理的)职业风险很小。然而，过去 50 年里成长股的业绩平均每年落后市场 1.5 个百分点。相反，业务枯燥乏味、经营难度很大、低于市场平均水平的企业的股票才是价值股。这些企业持续糟糕的市场表现似乎是显而易见的，因此一旦表现真的不好，基金经理要面临很大的风险。作为对职业风险和低质量的基本面指标的一种补偿，价值股的业绩平均每年高出市场 1.5 个百分点。[①]

图表分析和技术分析

波顿分析股票时会关注该股票近三五年来的行情走势，他喜欢把股票的现价放在历史行情的背景中进行比较分析。有重大投资价值的能够吸引他注意的股票可能同样会吸引其他投资者，行情分析能够帮他判断是否已经有人捷足先登，也就是他是不是晚到了一步。即使股票业绩很好，但如果价格已经涨了三四倍，说明股价上涨的潜力已经释放得差不多了，这时候再投资可能是不明智的。当然，价格在近几年大幅增长的股票并不意味着完全不予考虑，这样的股票可能仍然有很大的投资价值，只不过风险太高。如

① Grantham, G. (2006) GMO Special Topic Letter to the Investment Committee VIII, July.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果股市总体处于高位，那么这类股票的行情很有可能发生逆转，要格外警惕。

波顿把技术分析作为基本面分析的辅助手段，如果技术分析的结果和基本面分析的结论相一致，那么他胆子会大一些；相反，如果技术分析的结果和基本面分析的结果相矛盾，他可能会重新评价该投资对象，重新核实是否在评估中忽视了某些利空因素。如果他对基本面分析的结论非常有信心，即使和技术分析结论不一致也会坚持使用基本面分析的结论；如果他没有足够的信心，就会选择风险较低的方案或者减持股份。

他还把行情分析作为反映企业问题的预警信号。他把股票行情看成市场在特定时点上对该企业所有重要意见的集合，有时候行情分析能够提前警示可能发生的问题。

在分析业绩好转的股票时，行情分析能够发现股票的发展趋势，例如从下降趋势变为上升趋势。

管理投资组合

自下而上，兼顾平衡

波顿是一位关注个股的投资者，他投资的目的是获得别人没有发现的价值（重视自下而上分析的投资者），不会先把资金分配给某个产业或某个国家然后再从中选股。他认为，如果其他投资者已经热衷于某个行业，并且把股价炒起来了，导致该行业的股票市值在股市中占很大比例，这时候再去把资金投向那个行业已经明显没有道理了。例如，1999 年其他基金经理都认为一定要投资网络股、电信股、传媒股，但他并没给这方面的投资分配多少资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管如此，他还是强调要保持投资组合的平衡，保证投资组合内的产品不要过度集中于特定主题、特定行业或特定市场。他的规则是：(1)除非遇到极特殊情况，否则基金持有的个股比例不要超过基金规模的 4%；(2)持有的任何一个行业的股票都不要超过基金规模的 30%；(3)基金公司持股数量不要超过企业股份的 15%。

在坚持这些原则的前提下，他根据对股票的“信心大小”、股票的风险大小、股票流动性等因素决定个股的投资规模。在特殊状态基金公司，对某个企业第一笔投资的规模一般占基金的 0.25%，然后再根据信心的大小提高持股比例(例如与企业经营者会面后)。要知道波顿管理的基金规模非常大，因此必须把基金分成 200 多份，投资不同的企业，否则对一些小企业的持股比例就会突破限制。早期基金公司规模还小的时候，他只选择 30～40 只股票，因此每只股票在基金中所占的份额较大。

波顿不会一下子调整持股比例，而是逐渐调整。

重新规划投资组合

波顿每个月都会在纸上画出五列的表格，在每一列的标题位置分别标上“强烈买进”、“买进”、“持有”、“减持”和“?”，这是一种重新规划投资组合的办法。假设你现在手里有一笔投资基金，该怎样分配这些资金？使用这种方法有助于重新思考对股票的信心，例如可以用来判断是否有必要加强分析以便了解利好信息和利空信息，可以确定从哪里进一步获取信息(从分析师那里还是从企业经营者那里)。

失误在所难免

波顿说，切记无论技巧多好你的投资组合中都会有很多业绩不好的投资产品，因为你不可能每次都正确。管理投资组合就意味着经常犯错误，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果能把犯错的比例控制在40%～50%，你的成功率就算很高的，已经超过了大多数投资者。好的投资产品不需要太多，重要的是不要总赔钱。尽管他有很丰富的投资经验，但他自己估计至少有2/5的投资决策是错的。

确定备选名单

波顿把他认为有朝一日可能买进但目前还没足够信心买进的股票列进了备选名单。他搜集了大量的企业信息（年度报告、分析师报告、会议记录等），按照字母顺序摆在书架上，每个季度都会翻阅，看看有没有必要把某个企业列进他的备选名单。

兼顾进攻型投资和防守型投资

进攻型投资强调寻找新的投资对象，防守型投资强调监管现有的投资，两种投资策略要兼顾。不要每天只顾忙于管理现有的股票，要给进攻型投资留出时间。

卖出股票的时机

判断行情是否异常是一回事，判断市场什么时候纠正行情异常是另一回事。因此，波顿给自己预留了足够的时间：他持股的时间一般是一到两年，平均18个月左右，但是他完全可以等待数年时间直到市场证明他的投资标准是正确的。

其他分析师和基金经理寻找短期纠正异常行情的"催化剂"，但波顿告诫说，股市极少一边出现重大的异常行情，一边又出现纠正这种行情的"催化剂"。他指出，如果"催化剂"很明显那么就不会出现异常行情。

如果股票不应该再买进而很可能应该卖出了，那就该果断止损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判断卖出股票的时机的两个基本标准是：(1)不要让情感因素影响卖出股票的决策；(2)不要总想着股票买入时的价格。经常检验自己的投资标准有助于克服这两种心理的影响。如果股票不应该再买进而很可能应该卖出了，那就该果断止损。

卖出股票的原因：

- 形势变化导致原有的投资标准失效。他不会为股票设定目标价位，但会定期检查投资标准以评估信心的大小。投资产品的价值在不断变化，因此设定具体的指标没有意义，但他认为设定价格区间可能有些道理。
- 找到了更好的投资对象。他总在寻找和基金投资组合中类似的企业，然后在两个企业的股票之间进行比较。

性格特点

波顿认为，想成为成功的投资者需要具备一些性格特点。

判断力

思维的逻辑性和客观性至关重要。要能用基本投资原则层层深入分析复杂的局面，这样才能在抓住最关键的要素，既要看到树木，也要看到森林。

面对一个好得有些不真实的选择时要保持判断力。如果这种“好”来得非常复杂，超出了你的理解能力，那就离它远一点。例如，在其他人都将“恒定比率债务债券”(constant proportion debt obligations，CPDOs)作为投资对象时，波顿也考察了这个投资产品，由于无法弄清楚这个衍生品的运行原理，他最终没有投资。

客观地判断自己的能力，不要太自信。即使投资收益很好也不要飘飘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然，因为有些股票的业绩好只不过是运气好。同样，不要根据短期业绩否定自己的能力，因为在短期内很难区分运气和判断力，这里的短期是指连续三年。通常用三个月为标准评价基金经理的业绩，但波顿认为这么短的时间没有意义，即使非常老练的投资者也需要时间来证明自己的判断。投资者还要习惯于面对业绩不好的年景，波顿本人在1989年、1990年、1991年连续三年的业绩都不好。

性格

波顿、沃伦·巴菲特、彼得·林奇都认为，在管理投资组合方面，性格比智商更重要。当然，较高的智商还是必要的，但只有高智商没有合适的性格是很危险的。

谦虚是非常重要的品格，只有谦虚的人才能认识到失误是股市投资的一部分，才能认真吸取教训而不是怨天尤人。虚心接受他人的意见并虚心向他人请教能够增加成功的机会。

要做好经常遭遇挫折的心理准备，遇到困难就闹情绪会让你付出沉重代价。其实投资就是一场不确定的游戏，根本不存在一贯正确的投资者，最好的投资者就是比别人少犯一些错误的人。如果你惧怕风险就很可能选择非常保守的投资策略，业绩可能很糟糕。

工作投入及工作条理

投资活动是(也应该是)很吸引人的活动，甚至让你欲罢不能：

> 投资是持续不断的看不见摸不着的活动，既没有开始也没有结束，总会有些新情况要处理。好的投资者需要完全投入，让我钦佩的所有投资者没有一位是业余投资者。[①]

---

① Anthony Bolton quoted in Davis (2004), p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者遇到的信息没有任何规律性可言，但重要的是要按照一定原则有条不紊地处理这些信息。不要被各种事件牵着鼻子走，要用特定的时间做特定的事情，不要把大把时间用在处理各种事件上，不要用大量时间看路透社新闻或其他财经频道，了解股市最新动向一般没有什么意义，基本上是浪费时间。

独立思考

好的投资经理喜欢独立思考，敢于挑战常理。从众是人的天性，因此根据事实做出独立判断并不是一件轻松的事。有时候(甚至大多数时候)你的意见和多数人的意见相同，有时候你的看法与众不同。波顿发现，当市场处于转折点，人们以盲目乐观或盲目悲观的态度追随主流意见时，逆向思维方式特别有用处。投资者可以通过不断积累经验培养独立思考的能力，有时候你会发现当前的人类集体行为模式、市场的潮流和热点与历史上曾经出现的现象有几分相似，正如马克·吐温所言："历史不可能重演，有时候却惊人地相似。"

灵活性

波顿强调"灵活的判断"，也就是根据实际情况不断调整你的判断。过于相信以前的看法有可能让你闭塞视听，不能成为好的投资者。真实的经济活动处于永恒的变动之中，各种挑战也是永恒的。例如，苹果公司今年的产品可能获得巨大成功，但谁知道明年竞争者会不会推出更好的产品呢？一定要适应不断变化的环境，不要留恋过去的经历。

敏锐的目光

波顿说投资就像下棋，一定要比对手多想几步，要善于分析当前变化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后续影响。例如，每个人都马上会想到美元升值对英国制造业出口是利好消息，但一个不太容易被人注意到的影响是美元升值对石油加工业的影响，因为石油是用美元计价的。美元升值几个月后可能导致相关的产业通货膨胀，然后导致利率上升，从而影响企业的利润水平。要做到关联分析就要采用和线性思维方式不同的角度观察势态发展。

勤于分析

要用刨根问底的好奇心态分析事物，分析产生某种结果的过程和原因。好的基金经理不会打开灯后想当然地接受事实，他们会去了解背后的原因：电流是怎么回事？灯泡是怎么工作的？他们不仅要知其然，更想知其所以然。勤于分析的人善于提问、善于思考而且勤于思考。

多面型选手

适当深入地了解多种行业和企业的特点是有必要的，在需要的时候你就可以在几个小时内迅速了解一个行业或企业并成为专家，这种能力还能增强你对所投资的行业和企业的洞察力。

自知之明

人贵有自知之明。根据自己的特长和不足选择最适合自己的投资策略：

> 股市上赚钱的方法很多，投资经理需要选择适合自己的投资方法并坚持使用这种方法。投资经理不可能是多面手，不应该经常变换投资方法。[①]

---

① Written by Anthony Bolton in Bolton, A. (2009) *Investment Against the Tide*, FT Prentice Hall, p. 156.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正直的品格

对投资者、公司、同事要诚实——对自己也要诚实。

投资者的禁忌

不要纠结于买入时的价格

买入股票时的价格和现在的决策没有任何关系。如果你决心止损，就更要注意这一点，尽管这可能让你很心痛。

不要猜测股市短期行情走势

不要指望在行情上涨前一刻买入股票，在下跌前一刻卖出股票，你对行情的把握不可能有这么精准。波顿本人在投资生涯中曾多次明确地判断出股市行情，但他并没有用大笔资金来碰运气。

经过数十年投资生涯的历练，波顿认为自己不可能连续准确预测股市未来几个月的行情。他建议我们买卖股票时根本不要看行情，因为考虑行情很可能让你掉进陷阱，在行情上涨时你会过于乐观，在行情下跌时你会过于悲观。股市达到顶点时你听到的全都是对未来的美好憧憬，股市下跌到谷底时你听到的都是世界末日一样的言论。最好的办法就是认真分析个股，如果认为有投资价值就买入。

> 他建议我们买卖股票时根本不要看行情

不要墨守成规

很多领域的信息都能帮助你拓宽投资视野，因此在投资方法、信息来源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面不要墨守成规。波顿喜欢从机构投资者关注度不高的领域获取投资信息，这是他的一个优势。

不要从众

如果你看到别人做什么自己就做什么，那么你可能做什么都太晚了：

> 如果差不多股市中的每个人都担心前景，那么这些人很可能都错了，因为股市就要好转了。同样，如果没有几个人担心股市前景，那么股市就会进入非常危险的时期……①

自己分析、坚持自己的判断固然重要，但同样重要的是倾听市场的意见，因为市场经常是对的。

不要太在意宏观经济前景

不要被明后年的宏观经济形势预测所左右。很多时候，股市处于低谷时，短期业绩会很糟糕，股市处于高峰并即将开始下跌时，短期业绩会非常乐观。波顿不喜欢分析宏观经济指标，因为这方面并不是他所擅长。既然有成百上千的人关注宏观经济数据，他不可能比这些人做得更好。相反，如果分析某个企业（特别是小企业），他在信息方面有优势。他可以和企业的高管见面，得到的信息比别人更有价值。他在胜算很大时会赌一把，但他不愿意为宏观经济变化下赌注。

前文说过，他经常根据股市周期调整投资组合，股市的周期经常和经济周期有关系。例如，当他判断股市已经进入牛市的成熟期，就会采取谨慎的态度，减持高风险股票以及在牛市已经取得很好业绩的股票。等到股市从

---

① Written by Anthony Bolton in Davies (2004), p. 80.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市转向熊市，他会进行一些风险较高的投资。

不要冲动也不要相信技巧

根据你分析企业的能力和自身的优势投资，不要相信朋友、券商、报纸的鼓动和炒股技巧。

不要成为“击鼓传花”的受害者

有些强势上涨的股票并没有良好的基本面支撑，但人们认为这样的股票会一直涨下去，只要买了转手就能获利，所以不要参与这种“击鼓传花”的游戏。

不要回避不利的证据

人的一个天性是买入股票后就有意回避一些不利的消息，从内心里我们都想逃避错误。要以开明的态度面对可能出现的不利证据：

> 不要固执己见，但也要有一定的信心，比较理想的情况是保持50%左右的信心(0%意味着没有任何信心，100%意味着完全有信心，绝不会动摇)。[①]

勇于接受批评

要以开明的态度面对他人对你的业绩所提出的质疑。对于你所犯的错误，同事可能看得比你更清楚，因此要倾听别人的意见，勇于接受批评。

---

① Written by Anthony Bolton in Bolton (2009), p. 145.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨慎对待首发上市股票

“买的没有卖的精”，首发上市股票对发行者更有利，一般情况下不要考虑。

波顿投资方法的难点和不足

和其他伟大的投资家的投资方法相比，安东尼·波顿的投资方法的工作量更大，这意味着在没见到企业经营者之前就要做大量基础工作，在购买股票以前和以后还要定期和公司高管见面。很多投资者都会面临这样一个问题：除非我们管理上千亿美元的基金，否则我们不可能像波顿那样要求和企业高管一对一面谈，况且很多人做不到深入了解一个行业的总体形势、公司战略、财务等方面的情况。

应掌握的要点

- 分析处于特殊状态的企业，即分析市场不关注、不重视或处于转型期的企业；
- 采用自下而上的分析方法：从分析企业入手，寻找有优越特许经营资源的企业；
- 对企业保持一定程度的信心：根据信心高低程度做出买卖决定；
- 凡成为投资对象的企业，其管理团队都要具备正直的品格和相应的能力，负债水平较低，现金流充裕；
- 为每一个你想投资的企业制定投资标准（简单易懂的判断标准）；
- 每个月重新规划一次投资组合；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 把潜在投资对象列入投资备选名单；
- 独立思考，勇于承认错误，勤于分析事件背后的原因；
- 不要猜测未来数月的股市行情或经济走势；
- 以开明的态度面对不利的证据和别人的批评。

重操投资旧业

波顿在特殊状态基金公司时可以用20%的基金投资海外市场的股票，后来这20%的基金中大约有1/4进入了中国内地和香港股市。波顿2004年在一篇文章里写道：

> 中国吸引我的理由有三个：一是这几年我发现中国市场是最适合找到新股票的地方；二是从投资角度看，中国市场对世界的影响力巨大，进入中国股市并了解那里的情况，能够扩大我的优势；最后一点是，我已经完成了在欧洲市场的使命，进入新市场对我来说是一次新的心理挑战，可以让我精神振奋。[①]

2009年他再也经不住中国市场的诱惑宣布重操旧业。近年来波顿一直从事他热衷的音乐制作事业，甚至还发行了一张CD（*My Beloved*）。他曾担任《金融时报》的顾问，向读者慷慨贡献了他的投资心得，他是公认的投资界的政治家。现在他想重操旧业，这位富达基金公司投资总裁在香港成立了以中国股市为主要投资目标的投资公司，开启了他事业的新阶段。他思维活跃，喜欢迎接心理挑战，因此不可能安于颐养天年。他认为世界的中心正在向东方转移，他不想置身其外。他认为中国今天的发展模式和20世

---

① Anthony Bolton quoted in Davies (2004), p. 30.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪80年代和90年代的中国台湾、韩国类似，也和60年代的日本相似。

> 随着中国消费者收入的增加，越来越多的中国人开始渴望购买住房、汽车、耐用消费品，因此中国经济很多领域正面临高速增长的发展时期。中国具备其他新兴市场国家所没有的巨大的销售规模和中央政府主导的高效的经济体制，全世界可能再也不会出现中国这样的发展机遇了，这就是我推迟退休计划重操投资旧业的原因。今天的中国市场所提供的机会让我充满信心。[1]

① Written by Anthony Bolton in "Why I'm returning to running money-in China," *Financial Times*, 28 November 2009, p. 8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参 考 文 献

第一章

Bianco, A., "Why Warren Buffett is Breaking His Own Rules", *Business Week*, 15 April 1985.

Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysis, 6 December 1994.

Buffett. W. E. (1989) Letter to shareholders. www.berkshirehathaway.com

Graham, B., *Forbes*, 1 June 1932.

Graham, B. (1973) *The Intelligent Investor*, revised 4th edition, New York: Harper Business (reprinted 1997).

Graham, B. (1996) *The Memoirs of the Dean of Wall Street*, New York: McGraw - Hill

Graham, B. and Dodd, D. (1934) *Security Analysis*, New York: McGraw - Hill.

Graham, B (2003) *The Intelligent Investor*, revised edition updated with new commentary by Jason Zweig, New York: Harper Business Essentials.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Lenzner. R.,"Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Have to Work with People I Don't Like," *Forbes 400*, 18 October 1993.

Lowe, J. (1994) *Lessons from the Dean of Wall Street*, Dearborn Financial Publishing, Inc.

Lowe, J. (1999) *The Rediscovered Benjamin Graham*, New York: John Wiley and Sons Inc.

第二章

Fisher, P. (1960) *Common Stocks and Uncommon Profits*, PSR Publications (originally published by Harper & Brothers in 1958). References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics book: *Common Stocks and Uucommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc.

Fisher, P. (1975) *Conservative Investors Sleep Well*. Previously published by Business Classics. References are for 1996 reprinted Wiley Investment

Classics book: *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc.

Fisher, P. (1980) *Developing an Investment Philosophy*, Financial Analysts Society and Business Classics. References are for 1996 reprinted Wiley Investment Classics book: *Common Stocks and Uncommon Profits*, New York: John Wiley and Sons Inc.

第三章

Baer, J.,"Man on the money with Buffett," *Financial Times*, 13 July 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Buffett, W. E. (1967) Letter to Buffett Partnership partners.

Buffett, W. E. (1985) "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University
Business School, transcript of a Seminar held 13 March 1985.

Buffett, W. E. Letters to shareholders included 1977—1999 www.berkshirehathaway.com

Buffett W. E., "The Superinvestors of Graham-and-Doddsille," transcript in *Hermes*, Magazine of Columbia Business School, Autumn 1984. Reproduced in the reprinted version of Graham, B. (1973) *The Intelligent Investor*, revised 4th. edition, New York: Harper Business (reprinted 1997).

Buffett, W. E. (1995) *Warren Buffett Talks Business*, The University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill.

Davis, L. J., "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, 1 April 1990.

Dickson, M., "Lessons from History: On Berkshire Hathaway's Plan to Buy the Rest of Geico," *Financial Times*, 28 August 1995.

Dorr, R., "Ex—Omahan Traded Law for Board Room," *Omaha World—Herald*, 3 August 1977.

Grant, L., "The $ 4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times*, 7 April 1991.

Lenzner, R., "Warren Buffett's Idea of Heaven: I Don't Havc to Work With People I Don't Like," *Forbes 400*, 18 October 1993.

Lewis, W., "The Dream Team's Realist," *Financial Times*, 13 May 1998.

Loomis, C, J., "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, 11 April 1988.

Lowe, J. (1997) *Warren Buffett Speaks*, New York: John Wiley and Sons Ltd.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Lowenstein, R. (1995) *The Making of an American Capitalist*, New York: Random House.

Munger C. (1989) Wesco Financial Corporation Annual Report(1989).

Munger, C. T. and Koeppel, D. A. (1982) 1982 Annual Report of Blue Chip Stamps.

New York Post, "Warren Buffett Triples Profits," 14 May 1994.

Rasmussen, J., "Billionaire Talks Strategy With Students," *Omaha World-Herald*, 2 January 1994.

Schroeder, A. (2008) *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life*, London: Bloomsbury.

Smith, A. (1972) *Super Money*, New York: Random House.

Train, J. (1987) *The Midas Touch*, New York: Harper and Row.

Urry, M., "The $ 45bn Man Makes His Pitch," *Financial Times*, Weekend Money, 11/12 May 1996.

第四章

Alexander D., "The Marco Polo of the class of 1934: Sir John Templeton," *The AmericanOxonian Journal*, 2004.

Barclays Capital(2009), Equity Gilt Study 2009.

Bartiromo, M., CNBC show *Market Week with Maria*, 20 May 2002.

Bloomfield, P., "Depressed markets draw Templeton's eye," *The Financial Post* (Toronto, Canada), 28 May 1993.

Brackey, H. J., "Merger creates fund giant/Templeton, Franklin in deal," *USA Today*, 3 August 1992.

Cawfield, D., "Don't put all your eggs in the wrong basket," *The Toronto*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Star,20 July 2003.

De Lollis,B.,"Sir John Templeton,titan of investing,declared craze for Internet stocks history,"*The Miami Herald*,18 April 2000.

Goold.D.,"Market Watch Value investing the Templeton way," *The Globe and Mail*(Canada),19 July 1996.

Hemeon,J.,"Sir John favors Canadian stocks'They represent the best bargains'Templeton says,"*The Toronto Star*,27 July 1995.

Herrman,R.(1998)*Sir John Templeton*,Philadelphia & London:Templeton Foundation Press.

John Templeton Foundation website www.templeton.org Kirzner E., "Gospel according to Templeton,"*The Financial Post*(Toronto,Canada),25 May 1987.

Marcial.G.G.,"I have never seen so many stocks...so undervalued," *Business Week*,5 November 1990.

McIntosh,A.,"Templeton turns mishap into gains,"*The Globe and Mail* (Canada),25 July 1985.

Proctor,W.(1983)*The Templeton Touch*,New York:Doubleday & Company Inc.

Ross,N.(2000)*Lessons from the Legends of Wall Street*,New York:MJF Books.

Rubin,S,"Sir John's outlook:For a career pessimist,fund titan is unabashedly optimistic,"*The Record*(Kitchener-Waterloo Ontario),6 August 1996.

"Sir John's game plan.Templeton is still backing stocks with fundamental value,"*Equity International*,1 June 1988.

"Taking advantage of a temporary insanity,"*The Business Times*,Singa-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

pore,23 May 2001.

Templeton,J.M. and Ellison,J.(1992) *The Templeton Plan*,New York: HarperPaperbacks.

Templeton,L.C. and Phillips,S.(2008) *Investing The Templeton Way*, New York:McGraw-Hill.

"Templeton's Creed," *Business Magazine*,2 November 1989.

第五章

Freeland,C.,"The credit crunch according to Soros," *Financial Times*, 31 January 2009.

Kaufman,M.T.(2002) *Soros*,New York:Vintage Books.

Slater,R.(2009) *Soros The World's Most Influential Investor*, New York:McGraw-Hill.

Soros,G.(1994) *The Alchemy of Finance*, New York: John Wiley & Sons,Inc.

Soros,G.(1995) *Soros on Soros*,New York:John Wiley & Sons,Inc.

Soros,G.(2008) *The Crash of 2008 and What it Means*,New York:Public Affairs.

第六章

Lynch,P. with Rothchild,R.(1989) *One up On Wall Street: How To Use What You Already Know To Make Money In The Market*,New York:Simon & Schuster.

Lynch,P. with Rothchild,R.(1990) *One Up On Wall Street: How To Use*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

What Yon Already Know To Make Money In The Market, Philadelphia: Penguin Books.
Lynch, P. (1994) *Beating The Street*, New York: Simon & Schuster.

第七章

Neff, J. and Mintz, S. L. (1999) *John Neff on Investing*, New York: John Wiley & Sons, Inc.

第八章

Bolton, A., "Heed the alarms," *Financial Times*, 2 May 2009.
Bolton, A. (2009) *Investing Against the Tide*, Harlow: FT Prentice Hall.
Bolton, A., "Why I'm returning to running money-in China," *Financial Times*, 28 November 2009.
Davis, J. (2004) *Investing With Anthony Bolton*, Harriman House.
Tucker, S., "Fidelity's Bolton turns back on retirement to set up China fund ," *Financial Times*, 27 November 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译 后 记

投资理财方面的书籍不可胜数，但从中找到一本好书却并不容易。译者认为，一本好书应该满足以下两个标准：

第一，好书不但能传授知识，更能开启思维的大门。本书介绍的投资者都是大师级的人物，他们的投资理念是公开的秘密，方法也并不复杂，甚至到网上搜索一下就能找到更复杂的投资分析模型，但尽管如此，在投资领域很少有人能达到这样的高度。译者认为比高明的投资技巧更重要的是要像伟大的投资家那样思考。本书介绍了每一位投资家的成长经历和他们做重大抉择时所处的环境，当读者带着这些背景信息去观察这些投资家的决策时，所获得的感悟更多也更深刻，甚至会改变对投资的认识。

第二，好书要通俗易懂，让阅读成为一种快乐。这是一本投资理财方面的著作，使用专业术语在所难免，但原书作者尽可能地使用通俗易懂的表达方式，对一些背景信息的介绍言简意赅，因此原书读起来深入浅出，既有专业书籍的深度，也有通俗读物的畅快，读这样的书是一种快乐。

译者认为《伟大的投资家》原著就是一本好书，因此在翻译的过程中始终把再现原书的特点作为追求的目标。

感谢商务印书馆的李彬编辑在本书的翻译过程中所给予的指导和帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助，感谢东北财经大学的宫桓刚教授提出的宝贵意见和建议，特别感谢徐明峰先生勘校了全书译稿并提出了非常有价值的修改意见。

译者

2012 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书能够让你了解我们这个时代最成功的投资者的投资理念和投资技巧，更重要的是能让你在股市中少犯错误。《伟大的投资家》将成为我永远的案头读物。

——野村国际投资银行执行董事 马克·谢里丹

无论想提高投资业绩，还是想改善投资管理水平，格伦·阿诺德在本书中概括出来的伟大的投资家的成功之道都会对你有所帮助。

——英国股东权益协会主席 马丁·怀特

谁主张只有基本面恶化才是卖出股票的唯一理由？

谁认为在管理股票投资组合方面，性格比智商更重要？

谁提出“悲观时刻买入、乐观时刻卖出”的理念？

http://www.cp.com.cn



定价：45.00 元

上架建议：金融投资